

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID
FACULTAD DE DERECHO
Departamento de Derecho Mercantil



TESIS DOCTORAL

El contrato de swap de tipos de interés

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Inés Mula Garrido

Directoras

Carmen Alonso Ledesma
Ana Felicitas Muñoz Pérez

Madrid, 2018

UNIVERSIDAD COMPLUTENSE DE MADRID

FACULTAD DE DERECHO

Departamento de Derecho Mercantil



TESIS DOCTORAL

El contrato de swap de tipos de interés

MEMORIA PARA OPTAR AL GRADO DE DOCTOR

PRESENTADA POR

Inés Mula Garrido

Directoras

Dra. Carmen Alonso Ledesma

Dra. Ana Felícitas Muñoz Pérez

MADRID, 2016

© Inés Mula Garrido, 2017

AGRADECIMIENTOS

“El agradecimiento es la memoria del corazón”

Lao-Tsé

A través de estas líneas deseo expresar mi más sincero agradecimiento, a todos aquellos que con su apoyo han hecho posible esta investigación, en especial a mi marido Derek, por su constante estímulo y perseverancia, a mi hermana María Amalia por su incondicional ayuda, a mi hermano Julio, por sus palabras de apoyo, y a mi madre Inés, por su invaluable aliento y sostén, y sin cuya tutela no hubiera llegado a ser la persona que soy hoy.

No puede tampoco faltar mi profunda gratitud hacia mis directoras de tesis. En primer lugar a la profesora Dña. Carmen Alonso Ledesma, no sólo por aceptar la tutela de mi tesis, a pesar de mi residencia en Pekín, sino por su inagotable paciencia e incondicional apoyo, especialmente durante las etapas más adversas. Y en segundo lugar, a la profesora Dña. Ana Felicitas Muñoz Pérez, por su minuciosa tutela por sus sabios consejos y, gracias a los cuales he podido hilvanar la culminación del presente trabajo.

Por último a todos los miembros del tribunal, les agradezco la oportunidad que me han brindado de defender mi tesis y aprender de las preguntas y observaciones hechas.

ÍNDICE

ABREVIATURAS	8
INTRODUCCIÓN.....	12
ABSTRACT.....	17
I. EL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS: ORIGEN, CONCEPTO Y TIPOLOGÍA.....	20
1. Origen y evolución de los contratos de swap de tipos de interés.....	20
1.1. Desde los préstamos paralelos hasta el Swap del siglo XXI	20
1.2 El Foreign Exchange Swap	24
1.3 Los Parallel y los Back to back loan	24
1.4. Exchange of borrowings	31
1.5. Los primeros swaps de tipos de interés <i>strictu sensu</i>	32
1.6. La comercialización en masa de los swaps de tipos de interés	36
2. Concepto de swap de tipos de interés	44
3. Tipología de los swaps de tipos de interés	53
3.1. Principales criterios de clasificación del swap	53
3.2. En particular, tipología de los swaps según el elemento subyacente.....	55
A) Swap de divisas (currency swap)	55
B) Swap de materias primas (commodity swap)	58
C) Swap de índices bursátiles (equity swap).....	59
D) Swap macroeconómicos (macroeconomic swap)	60
E) Swaps de crédito (credit swap).....	61
3.3. Exordio de las principales clases de Swaps de tipos de interés.....	68
A) Modalidades básicas de los swaps de tipos de interés	69
a) Plain vanilla swap.....	69
b) Basis swaps	72
c) Overnight Indexed Swap	72

B) Principales modalidades de los tipos básicos de swaps	72
a) Asset Based Swap.....	74
b) Amortizable Swap	74
c) Blended interest rate swap	75
d) Cash flow Swap	75
e) Call Money Swap	75
f) Cocktail Swap	75
g) Deferred Swap	76
h) Fixed-for-fixed Swap.....	76
i) Floor ceiling Swap	77
j) Premium and discount swap	77
k) Roller coaster Swap	78
l) Seasonal Swap	78
m) Permutas con plazo modificable	78
n) Swaps bonificados	78
C) Swaps de tipos de interés estandarizados y no estandarizados	80
II. CARACTERES DE LOS SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS.....	91
1. El swap de tipos de interés como derivado financiero	92
2. El swap de tipos de interés como instrumento OTC: nuevos planteamientos..	99
3. El swap de tipos de interés como producto complejo: implicaciones	114
4. El swap de tipos de interés como contrato atípico: examen de las diferencias existentes con otras categorías contractuales	116
4.1. Distinción entre el swap de tipos de interés y la permuta.....	131
4.2. Distinción entre el swap de tipos de interés y el Barter	135
4.3. Distinción entre el swap de tipos de interés y la compraventa	136
4.4. Distinción entre el swap de tipos de interés y el contrato de seguro	138
4.5. Distinción entre el swap de tipos de interés y el contrato de futuros y el FRA. 141	
5. El swap de tipos de interés como contrato mercantil	142

6.	El swap de tipos de interés como contrato principal y autónomo.....	151
7.	El swap de tipos de interés como contrato bilateral y sinalagmático: examen de la doctrina del TS	152
8.	El swap de tipos de interés como contrato oneroso	164
9.	El swap de tipos de interés como contrato conmutativo	165
10.	El swap de tipos de interés como contrato consensual.....	170
11.	El swap de tipos de interés como contrato de tracto sucesivo y ejecución periódica	172
12.	El swap de tipos de interés como contrato no intuitu personae	173
III.	ELEMENTOS DEL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS	175
1.	Intervinientes en el contrato de swap de tipos de interés.....	175
1.1.	Las partes del contrato: los usuarios finales.....	180
1.2.	Intermediarios financieros	183
A)	Swaps brokers.....	186
B)	Swap dealer.....	188
C)	Swap marker	191
D)	El autocontrato en el ámbito del swap de tipos de interés	195
a)	Autoentrada del comisionista.....	197
b)	Fuentes de conflictos de interés entre entidades de inversión y sus clientes	199
1.3.	Capacidad requerida para concertar un swap de tipos de interés.....	211
A)	Capacidad de los usuarios finales para la contratación del swap: el objeto social como límite para la constitución del swap.	212
B)	Capacidad requerida a los intermediarios financieros para la contratación del swap	224
2.	Elementos reales	227
3.	Elementos formales	228
3.1.	Contrato de swap v. Operaciones de swap	234
3.2.	Los contratos marco	236

3.3. Fases de la negociación.....	241
4. Perfección del swap de tipos de interés.....	250
5. Causa y finalidad del swap de tipos de interés. Relación del contrato con las operaciones jurídicas subyacentes	257
IV. OBLIGACIONES DE LAS PARTES DEL SWAP DE TIPOS DE INTERÉS: EXAMEN ESPECIAL DE LAS OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA COMERCIALIZACIÓN DE SWAPS	269
1. Obligaciones de las partes en los Swaps de tipos de interés concertados sin la intervención de clientes minoristas	270
1.1. Obligaciones de pago.....	270
A) Modo de cumplimiento	273
a) Swaps de tipos de interés estandarizados: obligaciones de compensación y rol de las Cámaras de Contrapartida Central (CCPs)	276
b) Swaps de tipos de interés no estandarizados: aplicación de técnicas de mitigación de riesgos	285
B) Circunstancias de cumplimiento de la obligación de pago	287
1.2. Obligaciones de comunicación.....	291
1.3. Obligaciones de registro: rol de los Trade Repositories	292
2. Obligaciones de las partes en los swaps de tipos de interés concertados con clientes minoristas: especial referencia a los deberes precontractuales de las entidades de crédito.....	300
2.1. Obligaciones comunes a las partes contratantes en los swaps concertados con clientes minoristas	306
2.2. Controversia en torno a la aplicabilidad de la MiFID en la contratación de swaps con clientes minoristas: examen de la STJUE de 30 de mayo de 2013	307
2.3. Examen especial de las obligaciones de las entidades de crédito en la comercialización de los swaps.....	328
A) Obligación de actuar con diligencia y transparencia.....	328
B) Obligación de clasificar a los clientes	332
C) Obligación de recabar información en torno a las circunstancias de los clientes	343

D) Asimetría financiera como determinante del contenido del deber de información	363
E) Información en torno al producto	368
F) Información en torno a las previsiones	384
G) Información en torno al coste de cancelación	392
H) Información en torno a las alternativas.....	406
2.4. Carga de la prueba.....	408
2.5. Efectos resultantes de la contravención de los deberes de las entidades financieras	411
V. FINALIZACIÓN DEL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS	419
1. Extinción por cumplimiento: el Netting.	423
2. Vencimiento anticipado por causas objetivas.....	430
2.1. Vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas contempladas en el CMOF.	430
A) Causas	431
B) Efectos	435
2.2. Termination events según ISDA.....	442
A) Causas	442
B) Efectos	447
3. Resolución por incumplimiento imputable.....	452
3.1. Causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las partes contempladas en el CMOF.	456
A) Causas	456
B) Efectos	463
3.2. Events of default según ISDA.....	466
A) Causas	466
B) Efectos	469
4. Procedimientos concursales	474
4.1. Close-out netting y la calificación de los créditos del concurso.	475

4.2. Cesión del swap en sede concursal.	513
5. Rescisión: aplicabilidad de la cláusula <i>rebus sic stantibus</i> en el ámbito del swap de tipos de interés.....	516
6. Nulidad y anulabilidad de los swaps de tipos de interés	525
6.1. Distinción entre nulidad y anulabilidad	525
6.2. Supuestos y efectos de la nulidad del swap de tipos de interés.....	526
A) Supuestos de nulidad en el ámbito del swap.....	526
a) Error obstativo.....	528
b) Ausencia de causa.	531
c) Contravención de normas imperativas y prohibitivas.	534
B) Efectos	563
6.3. Supuestos y efectos de anulabilidad en el swap.	564
A) Vicios del consentimiento.	566
a) Dolo	566
b) Error	585
B) Falta de capacidad.	615
C) Efectos de la anulabilidad.....	618
7. Prescripción y caducidad del swap.	627
CONCLUSIONES.....	635
BIBLIOGRAFÍA.....	652

ABREVIATURAS

-Artículo	Art.
-Asociación Española de Banca	AEB
- Autoridad Europea de Valores y Mercados	AEVM
-Banco Internacional de Pagos	BIS
-Bolsas y mercados españoles	BME
-Cámara de contrapartida central	CCP
- <i>Chicago Board of Trade</i>	C.B.O.T.
-Código Civil	C.c.
-Committee on Payment and Settlement Systems	CPSS
-Commodity Futures Trading Commission	CFTV
-Comisión Europea	CE
-Comisión Nacional del Mercado de Valores	CNMV
-Constitución española	CE
-Contrato Marco de Operaciones Financieras	CMOF
-Credit Default Swap	CDS
- <i>Chicago Mercantile Exchange</i>	C.M.E.
-Disposición Adicional	DA
-Entidades de Contrapartida Central	ECC

-Estipulación	Estip.
-Exposición de Motivos	EM
-Reglamento (UE) N° 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 relativo a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones	EMIR
-European Securities and Markets Authority	ESMA
- <i>Financial Stability Board</i>	FSB
- Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria	FROB
-International Organization of Securities Commissions	IOSCO
-Interest Rate Swap	IRS
- <i>International Swaps and Dealer Association</i>	ISDA
-Junta de Riesgos Sistémicos	JERS
- <i>Organised Trading Facility</i>	OTF
-Over the counter	OTC
-Overnight indexed swap	OIS
-Ley Concursal	LC
-Ley de Condiciones Generales de la Contratación	LCGC
- <i>Legal Entity Identifier</i>	LEI

-Ley de Enjuiciamiento Civil	LEC
-Ley Hipotecaria	LH
-Ley del Mercado de Valores	LMV
-Ley de Servicios de Pagos	LSP
-Ley de Sociedades de Capital	LSC
-Major Swap Participant	MSP
-Mercado Oficial de Futuros y Opciones Financieras en España	MEFF
-Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004 relativa a los mercados de instrumentos financieros	MiFID
-Multilateral Trading Facilities	MTF
-Plan General de Contabilidad	PGC
-Real Decreto	RD
- <i>Regulatory Oversight Committee</i>	ROC
-Securities and Exchange Commission	SEC
-Sistema Organizado de Contratación	SOC
-Swap Dealer	SD
- <i>Swap Execution Facility</i>	SEF
-Sentencia de la Audiencia Provincial	SAP
-Sentencia del Juzgado de lo Mercantil	SJMER

-Sentencia del Juzgado de Primera Instancia	SJPI
-Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea	STJUE
-Sentencia del Tribunal Supremo	STS
- Sistema Multilateral de Negociación	SMN
- Sistema Organizado de Contratación	SOC
- Swap Data Repository	SDR
-Trade Repositories	TR
-Texto Refundido de la Ley de Defensa de los Consumidores y Usuarios	TRLGDCU
-Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores	TRLMV

INTRODUCCIÓN

Es tradición iniciar los trabajos académicos haciendo mención expresa de los propósitos que alberga su estudio y las razones que impulsan a su autor a emprender dicha tarea. En nuestro caso, el objetivo del presente trabajo se halla en esclarecer los aspectos más controvertidos del contrato de swap de tipos de interés, figura que ha generado tanto a nivel jurisprudencial como doctrinal una cantidad ingente de pronunciamientos que por su transcendencia deseamos sistematizar y esclarecer.

De este modo, se impone en primer término exponer los motivos y causas de la eclosión de esta figura jurídica, que surge en el ámbito mercantil como un régimen paliativo del riesgo que implican las fluctuaciones en el valor de los tipos de interés, reduciendo con ello el riesgo en las concesiones de crédito. Sin embargo, otras circunstancias añadidas promueven, además, la necesidad de esta figura: de un lado la reducción de costes; y de otro la consecución de financiación a efectos de las inversiones en el extranjero.

El origen del SWAP, se enmarca en el seno de los préstamos paralelos que tenían como misión paliar los efectos negativos de la volatilidad en los tipos de cambio que el impuesto sobre divisas impuso a las empresas con negocios extra-foráneos. De este modo los préstamos paralelos se erigieron en un medio de financiación de inversiones en el extranjero. La evolución ulterior, marca el paso de los préstamos paralelos a los préstamos back to back hasta llegar a los contratos de swap tal y como los conocemos actualmente.

Si bien los swaps surgen como medida frente a las restricciones gubernamentales de intercambio de divisas, con el tiempo se ha venido articulando como un mecanismo de minoración de riesgos y costos, siendo por tanto el arbitraje cambiario, base del nacimiento de la permuta financiera de tipos de interés, que se desarrolla en la década de los años 80 en EE.UU, pues si los swaps podían ser usados

para convertir una obligación en moneda extranjera en otra con el correspondiente tipo de interés en cada moneda, un tipo de contrato similar podía ser usado para convertir un tipo de empréstito (a tipo fijo) en otro (a tipo variable) .

En la última década, el swap de tipos de interés ha venido siendo prolijamente utilizado, no como un instrumento de reestructuración financiera entre grandes empresas, sino como un instrumento de cobertura comercializado por entidades de crédito entre clientes minoristas y pymes. Las perspectivas alcistas del mercado *por mor* de las constantes subidas de tipos de interés, constituyen el marco que favorece la comercialización en masa del swap de tipos de interés¹, cuyo respaldo legal está constituido por los arts. 1.1 y 19.2 del RD-Ley 2/2003 y posteriormente por el art. 19 de la ley 36/2003 del cual trae causa, y donde se conminaba a las entidades de crédito a informar a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles.

La litigiosidad de dicha figura, fue fruto del estallido de la crisis financiera de finales de 2008, con el consecuente desplome de los tipos de interés, que puso de relieve la inadecuación del swap de tipos de interés para la cobertura del riesgo de fluctuación de tipos de interés, en especial tras el establecimiento contractual de barreras y escalas, que implica que los clientes asumen íntegramente el riesgo en caso de bajada de los tipos de interés, pagando mucho más de lo que reciben en caso de subida de los tipos en la misma cuantía². Se incumple con ello, el objetivo anhelado por

¹ El Euribor en el año 2003 era de un 2,705% alcanzando su punto máximo en 2008 con un 5,393%; tras desatarse la crisis financiera internacional de ese año inició un rápido descenso, hasta el punto de que en 2012 se situó en el 1,499%. SAP de Barcelona, secc. 16ª, núm. 350/2014, de 11 de julio de 2014. En idéntico sentido se ha pronunciado esta Audiencia Provincial de Murcia en la sentencia de 14 de diciembre de 2011 de su Sección Quinta, trayendo a colación precedentes sentencias de la Audiencia Provincial de Tenerife de 2 de mayo y 21 de septiembre de 2011. SAP de Murcia, secc. 5ª, núm. 156/2015, de 13 de octubre.

² Como destaca, entre otras la sentencia de 25 de Abril de 2012 de la Audiencia Provincial de Huelva, ...*"la raíz del problema deriva de que el apogeo de la comercialización de estos productos por las entidades de crédito españolas, iniciada en 1999, coincidió con un período marcadamente alcista del*

el citado art. 19 de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, al generarse el efecto antagónico, de incremento del riesgo total del cliente y resultando por tanto la contratación no de un instrumento de garantía, sino de un producto especulativo, que beneficia, en todo caso, a las entidades financieras.

Dicha azarosa circunstancia, motivó que muchos clientes intentasen sin éxito la restitución de lo abonado en virtud de la liquidación del swap de tipo de interés, y ante la negativa de la entidad, pretendieron la desvinculación del contrato de SWAP a través de la cláusula de cancelación, cuyo monto excesivo actuó como factor disuasorio de sus aspiraciones. Todos esos factores conminaron a los clientes a la interposición en los juzgados de demandas, solicitando la nulidad de los swaps de tipos de interés, al amparo de los fundamentos jurídicos que estudiaremos en el capítulo V y que están íntimamente relacionados con las obligaciones de las entidades de crédito en la comercialización de los swaps de tipos de interés, tal como advertiremos en el Capítulo IV. Es más, la situación se complicaba crecidamente en aquellos supuestos en que el cliente se hallaba en situación concursal, con toda la polémica que suponía la aplicación del régimen concursal a los instrumentos derivados, y en especial la cuestión relativa a la calificación de los créditos resultantes del swap de tipos de interés en el concurso sobre cuyos pormenores trataremos en el último capítulo.

Siendo el swap de tipos de interés un instrumento históricamente diseñado y acomodado para las relaciones entre grandes empresas, a la postre que complejo, aleatorio y de alto riesgo, no debería haberse comercializado, de la forma en que se hizo con clientes minoristas³. Las entidades deberían haber ofertado un producto que

Euribor, de marzo de 2007 a octubre de 2008, seguida de una abrupta caída que aún se sostiene hoy, de manera que las mayores beneficiarias han sido las entidades de crédito, mientras que los prestatarios siguen satisfaciendo partidas en base al diferencial".

³ "La doctrina se ha hecho eco de la ingente litigiosidad que ha recaído sobre este producto en los últimos años. Dentro de los factores que se suelen considerar que han contribuido a este incremento exponencial de pleitos se encuentran el hecho que normativamente las permutas financieras son categorizadas como un producto complejo, que este tipo de contrato bancario se ha comercializado de una forma más generalizada en la última década y que los tipos de interés y la inflación han caído brusca

se adaptase a las circunstancias del cliente y haber informado con carácter inmediato, de cualquier cambio en las condiciones del mercado que hubiesen destacado la necesidad deshacer las posiciones asumidas. Además, deberían haber evitado incurrir en cualquier tipo de conflicto de interés con su cliente, y haberle informado con el rigor que instituía la MiFID.

Al ser el swap de tipos de interés, una categoría más de los contratos de swap, incluiremos a modo recapitulatorio sus principales modalidades, acometiendo posteriormente el estudio de la tipología de los swaps de tipos de interés, por ser los que constituyen objeto de nuestro estudio. De igual modo, considerando la pluralidad de figuras que este contrato presenta, resulta realmente difícil y complejo ofrecer un concepto unívoco y cerrado que englobe toda su tipología, a pesar de lo cual intentaremos ofrecer un concepto de swap de tipo de interés, comprensiva de todas esas modalidades.

El swap de tipos de interés, presenta caracteres que lo separan claramente de la permuta que regula el Código Civil en su art. 1537 (con la que se ha venido confundiendo tradicionalmente), pues no es paradigma del intercambio de cosas, sino del intercambio de posiciones jurídicas contractuales, o como defenderemos en estas páginas, lo que podríamos denominar un “intercambio de riesgos”. Es por ello que nos hallamos en presencia de una nueva categoría de contrato, con caracteres propios que lo separan del resto de tipos contractuales, y por tanto una categoría contractual atípica, sobre cuyos aspectos profundizaremos en el Capítulo II.

De igual modo, se trata de una figura producto de la ingeniería jurídica y financiera anglosajona, poco estandarizada, dado que comprende una gran cantidad de subtipos concretos. Sin embargo los usos mercantiles y la agilidad y permanente

y drásticamente desde el año 2008, lo cual ha originado pérdidas a los clientes de las entidades financieras que habían suscrito esta clase de producto”. MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. Compendio y análisis de los principales pronunciamientos del Tribunal Supremo en materia financiera. Madrid: Bosch, 2014, pág. 151.

adecuación del Derecho al mercado, han motivado la aparición de los llamados Contratos Marco, adaptándose por ende el contenido de la mayoría de los SWAP de tipos de interés a sus pautas, pero con la posibilidad de adaptar las necesidades de las partes al contrato marco, mediante las oportunas modificaciones.

Pues bien, tras estas breves premisas, es nuestra intención introducir la figura jurídica objeto de nuestro estudio: el contrato de SWAP de tipos de interés. En las siguientes páginas resultará imprescindible acometer el análisis del origen y evolución del SWAP de tipos de interés, su concepto y tipología, los elementos caracterizadores y constitutivos de dicho contrato, la causa contractual o comercial, descripción de sus elementos, régimen jurídico, fases, las obligaciones y derechos de las partes, y finalmente el las causas de finalización del contrato de SWAP de tipos de interés, supuesto de gran actualidad, debido a la gran cantidad de litigios que han tenido que solventarse en los últimos años con más de un millar de sentencias de juzgados españoles.

ABSTRACT

It is a tradition to begin all academic papers by expressly mentioning the purposes of its study and the reasons that motivate its author to undertake this task. In our case, the aim of this paper is to clarify the most controversial aspects of the interest rate swap contract, a legal figure that has generated both in terms of judgments and doctrinal level a huge number of judicial decisions that we want to systematize and clarify.

First and foremost, we need to set forth the reasons and causes of the emergence of this legal figure, which arises in the commercial field as a palliative risk measure involving fluctuations in the value of interest rates, and therefore reducing risk in credit concessions. However, other circumstances additionally promote the need of this contract: cost reduction, and obtaining financing for investments abroad.

The origin of SWAP can be traced in parallel loans, whose mission was to alleviate the negative effects of volatility in exchange rates that currency tax imposed on companies with extra-foreign business. Thus, the parallel loans were erected as a means of financing investments abroad. Further evolution, marks the passing of parallel loans to back-to-back loans and swap contracts, as we know them today.

While swaps emerged as a measure against government restrictions on foreign exchange, over time it has been articulated as risk and cost reduction mechanism, being this usage therefore the origin of the interest rate swap, developed in the early 80s in the US.

In the last decade, the interest rate swap has been neatly used, not as an instrument of financial restructuring among large enterprises, but as a hedging instrument sold by banks to retail customers and SMEs. Perspective bull market and the

steady increase in interest rates, provide the framework that encourages mass marketing of interest rate swaps, whose legal support is constituted by arts. 1.1 and 19.2 of Royal Decree-Law 2/2003 and art. 19 of Law 36/2003, and where credit institutions are requested to inform their mortgagors' variable interest rate loans, about hedging instruments available to them.

Litigation of this figure was the result of the outbreak of the financial crisis in late 2008, with the consequent collapse of interest rates, which highlighted the inadequacy of interest rate swaps to cover the risk of fluctuation of rates interest, especially after the contractual establishment of barriers and scales, which means that customers fully assume the risk in the event of falling interest rates, paying much more than they receive in case of rising rates of the same amount.

It didn't comply with the objective pursued by Law 36/2003, generating the antagonistic effect of increasing the customer total risk and thus resulting in not getting a security instrument, but a speculative product, which benefits in any case, financial institutions.

Such random circumstance, motivated by the fact that many customers tried unsuccessfully to get the refund of the amount paid under the settlement of the interest rate swap, and after the refusal of the entity, attempted the termination of the swap agreement through the cancellation clause, whose excessive amount acted as a deterrent to their aspirations. All these factors urged customers to bring lawsuits to the Court, requesting the annulment of the interest rate swap, under the legal basis that we will study in Chapter V, closely related to the obligations of credit entities in the marketing of interest rate swaps, as we will remark in Chapter IV. Moreover, the situation was more complicated in those cases in which the client was in bankruptcy, with all the controversy that involved the application of the insolvency regime to

derivative instruments, in particular the question of the qualification of the resulting credits of the interest rate swap, whose details we be discussed in the last chapter.

As the interest rate swap was historically created and intended for relations with big companies, complex, aleatory and with high risk, it should not have been marketed as the way it was done with retail customers.

Entities should have offered a product that adapts to the client's circumstances and they should be informed immediately, any change in market conditions which had highlighted the need to undo the positions taken. They should have avoided to incur any conflict of interest with his client, and have informed with the rigor that instituted the MiFID.

As the swap interest rate, is one category of the swap contracts, we will include a recapitulation of its main modalities, and subsequently undertake the study of the types of interest rate swap. Similarly, considering the plurality of figures that this contract has, it is really difficult and complex offer an unique and closed concept that embraces all its typology, yet we will try to give a concept of the interest rate swap contract, comprised of all these modalities.

After these brief premises, we intend to introduce the study of this legal figure: interest rate SWAP. In the following pages, we will be essentially undertake the analysis of the origin and evolution of the interest rate SWAP, concept and typology, characteristic and constitutive elements, differences from other typical contracts, contractual cause, description of its elements, legal status, phases, rights and obligations of the parties, and finally the causes of termination of the interest rate Swap, a highly topical subject due to the large number of lawsuits (more than one thousand) that have been resolved in Spain in recent years.

I. EL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS: ORIGEN, CONCEPTO Y TIPOLOGÍA

1. Origen y evolución de los contratos de swap de tipos de interés

1.1. Desde los préstamos paralelos hasta el Swap del siglo XXI

Para comprender el marco del cual surge el SWAP, debemos hacer referencia a los dos factores principales que convulsionaron sensiblemente el sistema financiero internacional en la década de los 70:

1. De un lado, la caída del acuerdo de BRETTON WOODS (1971-1973)⁴.
2. De otro lado, la crisis del petróleo en Medio Oriente a partir de 1973, y que supuso una inflación incipiente.

⁴ La caída del acuerdo de BRETTON WOODS a instancias de Nixon, motivó la inconvertibilidad del dólar en oro el 15 de agosto de 1971, y vio su fin en 1993, ante el hundimiento del sistema del FMI. Se crea de este modo el *International Monetary Market* en 1992 como una división del *Chicago Mercantile Exchange*, para procesar los contratos de futuros en divisas. Es por ello que *“La irresponsable decisión de Nixon tuvo dos consecuencias inmediatas: a) la negación de la deuda existente, es decir, de la convertibilidad de dólar, permitió a la Reserva Federal de Estados Unidos de capital privado darle tranquilamente a la máquina de hacer dinero, “Creación de dinero, que ha sido la gasolina que ha alimentado el incendio actual”; b) dado que la especulación se basa en obtener beneficios basándose en las incertidumbres del futuro, la fluctuación de las monedas y de los precios aumenta indefinidamente la posibilidad de las apuestas.”* BALLESTEROS LLOMPART, Jesús. «La insostenibilidad de la globalización existente: de la financierización a la ecologización de la economía y de la sociedad». En *Revista de la Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas*, N.º 8, 2012, pág. 19. Desgraciadamente, dicho acuerdo –caído en el olvido para el público medio- es hoy conocido por la *mass media*, habida cuenta de la desafortunada crisis económica que estamos atravesando. Recordemos además que *“La recesión de 2008, con la explosión de Fannie Mae y Freddie Mac, los fracasos de Lehman Brothers, Merrill Lynch y AIG y el escándalo de Bernard Madoff, representó el final del ciclo económico de Bretton Woods.”* MULLERAT BALMAÑA, Ramón María. «Los últimos 50 años del derecho (aproximación retrospectiva) y los futuros 50 años (aproximación prospectiva)». En *Derecho de los negocios*, n.º 242, 2010, págs. 7-14.

El Sistema Financiero Internacional no se hallaba en condiciones óptimas para paliar los efectos negativos que tal situación económica había generado.

Se toma por ello conciencia de la necesidad de crear los medios de cobertura oportunos ante las fluctuaciones en torno a los tipos de cambio y de interés, habida cuenta que los instrumentos jurídicos de aquella época, se manifestaron deficientes para paliar las exigencias de las empresas⁵.

De este modo, como régimen paliativo, surgen los llamados nuevos instrumentos financieros⁶ y cuya clasificación es dual, al comprender:

- i) Los instrumentos financieros derivados, cuyo precio de contratación dependerá del precio de un activo financiero ya existente, de ahí su nombre⁷. Esta categoría incluye, los futuros⁸, las opciones⁹, los swaps y las *facilities*.

⁵ ALONSO SOTO, Ricardo. «La permuta financiera (Swap)». ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas figuras contractuales y garantías en el mercado financiero*. Madrid: Civitas, 1990, págs. 424 y ss. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros*. Madrid: Marcial Pons, 2000, págs. 463 y ss.

⁶ CEA GARCÍA, José Luis. *Los contratos de permuta financiera (swaps)*. *Gestión financiera y análisis contable*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 1990, p. 9.

⁷ En sentido estricto, se definen los derivados financieros como los contratos por los cuales una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente, a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otros riesgos por su contraparte. MALUMIÁN, Nicolás. *Contratos Derivados: Futuros, Opciones y Swaps. Aspectos Jurídicos y Fiscales* 1ª ed. Buenos Aires: La Ley, 2003, pág. 3. Los derivados, son pues, instrumentos financieros cuyo valor, fluctúa en función del precio de otro activo o instrumento denominado activo subyacente o *urderlying asset*. Precisamente las variantes y características de los diferentes productos derivados que existen en el mercado se definen y articulan sobre la base del objetivo de dicho elemento subyacente, sea éste un valor que precede ontológicamente al valor inicial o una variable de la que depende funcionalmente y que en todo caso viene a ser *conditio sine qua non* para el diseño de los derivados. Véase IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier Wenceslao. «La nueva transcendencia social de los contratos normalizados de opción negociados en mercados secundarios de productos o instrumentos derivados». En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 220, 1996, p. 391. Así «al referirnos a los derivados financieros, muchas veces sucede que quienes escuchan este nombre, les resulta difícil asociar los vocablos para establecer ¿cuál sería su significado? o ¿a qué hacen alusión?; es así que, al acudir al diccionario de la Real Academia de la Lengua Española, si buscamos la palabra derivar encontraremos que ésta proviene del latín «derivare», que significa (en su primera acepción) «traer su origen de alguna cosa», lo que nos aporta ya una idea, de que se trata de instrumentos que provienen de algo más y que justamente se enfoca en otros instrumentos financieros,

de los cuales que obtienen su nombre. Es así que podemos plantear una aserción, manifestando que los derivados financieros, deben su origen y su nombre, a otros instrumentos financieros sin los cuales irremediablemente no podrían existir. Estos instrumentos, basamento de los derivados, tienen la característica de que su valor económico fluctúa en el mercado, conforme a las circunstancias que se presenten, en un momento determinado. Este aspecto, como lo hemos señalado, es el que ha primado al momento de efectuarse un proceso de innovación financiera, ya que los derivados financieros buscan disminuir o eliminar el riesgo que se presenta por dichas fluctuaciones". GUANO COSTALES, Juan. *Derivados financieros: forwards, opciones y swap en la legislación ecuatoriana vigente*. Quito, 2005, 95 p. Disponible en <http://hdl.handle.net/10644/2443>. En todo caso podemos concluir que "los instrumentos derivados podrían definirse, de forma genérica, como aquellos que permiten una operativa específica en distintos mercados en los que subyacen determinados activos tan diversos como productos agrícolas, energéticos, metales preciosos (normalmente conocidos como derivados sobre commodities), o productos financieros en los que incluimos productos tales como divisas, acciones con cotización en Bolsa o índices bursátiles, así como activos dependientes del tipo de interés, tales como deuda pública o tipos negociados en los mercados interbancarios". ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2001): Los mercados de derivados financieros (I). En *Actualidad Financiera*, junio de 1997, p. 85.

⁸ Los futuros, son negocios en que las partes se obligan ya desde el principio a ejecutar un contrato determinado (p. ej. de venta o compra de valores, o de cambio de divisas) en una serie de condiciones preestablecidas, pero en un momento posterior. Cuando esta figura se negocia en mercados no organizados se suele denominar *forward* mientras que si se negocia en mercados organizados recibe generalmente el nombre de futuro *stricto sensu*. CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, p. 1037. Existen dos grandes tipos o modalidades de mercados de futuros (MARTÍNEZ ESTÉVEZ, Aurelio. *Mercados Financieros...ob. cit.*, pág. 563 y ss.): 1. Los futuros financieros, que negocian subyacentes configurados por activos financieros. Dentro de los futuros financieros se pueden diferenciar una serie de mercados, entre los que destacan los siguientes: los futuros sobre divisas, que fueron los primeros en aparecer; sobre tipos de intereses en todas sus modalidades, futuros sobre letras del Tesoro o Deuda Pública, sobre depósitos bancarios, sobre eurodólares, sobre diferenciales de tipos de interés; sobre valores e índices bursátiles, como por ejemplo en España el Ibex-35 o el Ibex-35 Plus. 2. Los futuros de mercaderías o *commodities* o activos físicos, que integran una amplia relación de materias primas, que por lo general se puede agrupar del modo que sigue: Productos agrícolas y ganaderos: maíz, café, naranjas, cereales, oleaginosas, productos cárnicos, productos tropicales, otros, etc.; Metales: oro, plata, platino, paladio, aluminio, cobre, plomo, níquel, magnesio, zinc, etc.; Energía: petróleo, gas natural, crudo, gasoil, propano, energía eléctrica, etc.; Índices extrabursátiles: meteorológico, inmuebles, fletes, medioambiente, reaseguros, etc.

⁹ Las opciones son figuras que dan derecho a una de las partes contratantes, previo pago de una prima o precio, a realizar una determinada operación en el futuro, en una serie de condiciones ya prefijadas de antemano. El «optante» tiene derecho a realizar la operación si lo desea, y el «optatario» está sujeto a la decisión de aquel. De esta manera, si el «optante» decide ejercitar la opción, se dará lugar a otro contrato distinto (por ej., una venta de valores o de materias primas, un pago de intereses, etc.). CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...ob. cit.*, p. 1037. A diferencia de los futuros, las opciones son contratos que *confieren al comprador (suscriptor), el derecho, pero no la obligación, de comprar (call) o vender (put) el Activo Subyacente a un precio pactado ("precio de ejercicio" o strike) en una fecha futura; cabe que dichos contratos puedan ejercitarse sólo en la Fecha de Vencimiento (Opción de Estilo Europeo) o en cualquier momento antes de la Fecha de Vencimiento (Opción de Estilo Americano), o en diversas fechas, según establezcan las Condiciones Generales de cada Contrato. Puesto que la liquidación del Contrato puede realizarse por diferencias, la obligación de comprar y vender se puede sustituir en ese caso por la obligación de cumplir con la Liquidación por Diferencias* (definición tomada del Reglamento MEFF EXCHANGE aprobado por Orden ECC/1556/2013,

- ii) Y los instrumentos sintéticos, que son aquellos títulos cuya estructura está formada por la mezcla de varios títulos existentes¹⁰, y en cuyo seno se hayan las obligaciones atípicas y los cupones *stripping*.

En la proliferación de dichos instrumentos financieros, han intervenido entre otros factores, la alta inflación y la volatilidad de los tipos de interés. También el desarrollo del Euromercado, que trajo consigo la correlativa necesidad de financiación extranjera, con el consiguiente riesgo sobre las fluctuaciones de las cotizaciones respectivas y cuya cobertura a largo plazo hallaba difícil solución haciendo uso de los futuros y opciones¹¹, de ahí el surgir de los préstamos paralelos o *parallel loans* y de los *back to back loans*, siendo también muy afamada la utilización de la llamada “cláusula de opción multidivisa”, que facultaba al prestatario para elegir la divisa de reembolso y de pago de intereses en los períodos de amortización establecidos en el contrato¹².

de 19 de julio, por la que se autoriza a «MEFF Sociedad Rectora de Productos Derivados, SAU» para separar las funciones de negociación, contrapartida, compensación y liquidación que actualmente lleva a cabo (Anexo I). En la opción, el comprador paga al vendedor una prima, cuyo importe depende, entre otras cosas, del precio de ejercicio. “*En una call, a menos strike mayor será la prima y viceversa, mientras que en una put, a mayor strike, mayor será la prima y viceversa.*” TORVISCO MANCHÓN, Beatriz. «La contabilización de los instrumentos financieros derivados». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...*, ob. cit., pág. 298. Esta característica separa las opciones de los futuros, dado que en las opciones sí existe un desembolso inicial. Podemos pues entender que “*las opciones son un refinamiento de los futuros, aunque el coste inicial es mayor debido a la superior calidad de cobertura ofrecida.*” ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*. 1ª ed. Barcelona: Bosch, 1999, p. 45. Además, a diferencia de los futuros, las opciones se pueden negociar como contratos OTC. Sobre las Opciones financieras OTC véase DÍAZ RUIZ, Emilio. «Las opciones financieras OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...*, ob. cit., págs. 391 y ss. Los subyacentes de las opciones son los mismos que los de los contratos de futuros, pues las opciones se negocian sobre tipos de interés, divisas e índices bursátiles, bonos y *commodities*, aunque adicionalmente se negocien opciones sobre acciones y sobre contratos de futuros.

¹⁰ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato de SWAP como instrumento financiero derivado*. Bolonia: Servicio de Publicaciones del Real Colegio de España, Madrid, 2003, p. 32

¹¹ Y que eran más bien instrumentos de cobertura a corto plazo.

¹² Algunos autores entienden que estamos ante una obligación alternativa a tenor de los arts. 1131 y 1132 del Código Civil (i.e. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera (SWAP)*. Navarra: Aranzadi, 2002, p. 25.), a diferencia otros, que lo conceptúan como una novación modificativa

Sin embargo tales instrumentos jurídicos eran claramente insuficientes para satisfacer las necesidades de las empresas, de tal modo que, como régimen paliativo final surgen los llamados SWAPS, cuya gestación se produce a través de las siguientes fases¹³.

1.2 El Foreign Exchange Swap

Puede definirse como el conjunto de operaciones a través de las cuales las partes intercambian de forma recíproca divisas, tanto *ab initio*, como con posterioridad, según la tasa que resulte de los términos del acuerdo, normalmente diferente.

Se trata de una suma de dos contratos, que engloba una venta inicial de divisas y una retroventa subsecuente de las mismas divisas, pero a un tipo de cambio distinto¹⁴.

1.3 Los Parallel y los Back to back loan

del contrato de préstamo (i.e. DÍAZ RUIZ, Emilio. «El contrato de SWAP». En *RDBB*, nº 36, octubre-noviembre 1989, p. 734).

¹³ Si bien el concepto de SWAP será tratado en otro epígrafe, diremos que es un concepto que ha cambiado en lo que al contenido se refiere, conservando su terminología, lo cual llama la atención si consideramos el hecho de su corta vida. Dichos conceptos se han ido elaborando a la luz de la gestación del SWAP. ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit. p. 43.

¹⁴ Este contrato admite dos modalidades posibles: *el foreign exchange swap strictu sensu*, y *el investment swap*, diferenciándose en la *ratio*, pues tiene el último por objeto, una inversión concreta. ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit. p. 46. Por otra parte, interesa destacar que “*en los años setenta del pasado siglo las compañías del Reino Unido, que compraban dólares para realizar inversiones en otros países, tenían que pagar un impuesto, el denominado dólar Premium. Sin embargo, los dólares tomados a préstamo en el extranjero estaban exentos de dicha tasa. Una fuente disponible de dólares era la de los bancos norteamericanos que buscaban fondos en libras, para expandirse en el Reino Unido, pero que no contaban con una base de depositantes suficiente.*” MARTÍN MARTÍN, José Luis; TÉLLEZ VALLE, Cecilia. *Finanzas internacionales*. Madrid: Paraninfo, 2.ª ed., 2014, págs. 264 y 265.

Antes de abordar el estudio de este epígrafe, nos corresponde hacer una precisión inicial, pues tanto si hablamos de los *parallel loans*, como de los *back to back loans*, no nos hallamos ante instrumentos financieros, sino ante préstamos¹⁵.

Ambas figuras nacen a principios de los años setenta como réplica a las restricciones cambiarias que habían empezado a ejecutarse en el Reino Unido, y que estuvieron en vigor hasta 1979¹⁶. Dicha reglamentación comportaba una cortapisa al acceso de divisas extranjeras, especialmente el dólar, mediante el gravamen de sus transacciones a través de una prima, en un intento de incentivar la inversión doméstica¹⁷.

Es opinión mayoritaria, aquella que define el préstamo paralelo, como la operación en virtud de la cual, dos empresas matrices situadas en diferentes países con restricciones cambiarias, ante la intención de conceder préstamos a sus respectivas filiales, convienen en conceder el préstamo a la filial de la otra en la divisa del país donde están radicadas, en cuantía equivalente en función del tipo de cambio

¹⁵ Para un estudio comparativo de los parallel loan, back-to-back loan y los currency swaps vid. SATYAJIT, Das. *Derivative Products and Pricing: The Das Swaps and Financial Derivatives Library*. Singapur: John Wiley & Sons (Asia), 2006, págs. 123 y ss.

¹⁶ “El origen de las técnicas swap hay que situarlo en la década de los 70, cuando en el Reino Unido existían normas sobre el control de cambio. Durante esta década se formalizaron contratos entre multinacionales americanas e inglesas, por lo que las matrices inglesas pagaban libras esterlinas en el Reino Unido a las filiales americanas, y las matrices americanas de dichas filiales pagaban dólares a las filiales inglesas en Estados Unidos. De esta forma se ahorran ambas transnacionales los costes de cambio de moneda y participan ambas en el riesgo de fluctuaciones en el tipo de cambio, beneficiándose una transnacional en un momento determinado (elevación del tipo de cambio dólar/libra) y en otro momento la otra transnacional (disminución del tipo de cambio dólar/libra). Más adelante se dieron cuenta de la ventaja añadida de obtener una línea de crédito mayor en su propio país para financiar las filiales de la otra transnacional con la disminución del coste financiero. Evidentemente, esa ventaja se aprovechaba por la otra multinacional en la financiación de las filiales de la otra transnacional”. COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad de los precios de transferencia*. Valencia: CISS, 2007, pág. 106.

¹⁷ Sobre las medidas adoptadas por el Banco de Inglaterra después del sistema del Bretton Woods y el nacimiento del mercado de swap vid. BAKER, H. Kent; FILBECK, Greg. *Investment Risk Management*. Oxford: Oxford University Press, 2015, págs. 328 y ss.

del mercado y con idénticos vencimientos¹⁸. Esta estructura entraña la intervención de cuatro partes contratantes y dos acuerdos separados, resultando sin embargo problemática su utilización, al carecer de un formato formalizado o conjunto de cláusulas¹⁹.

A pesar de ello, su utilización soslayaba las restricciones y el coste mayor que supondría la obtención de financiación en el mercado doméstico²⁰.

La *ratio* de este tipo de contrato, es pues la financiación a medio plazo, para eliminar el riesgo de cambio, siendo como regla el plazo medio de amortización del préstamo de 5 a 10 años.

No obstante, el préstamo paralelo adolecía legalmente de los siguientes defectos:

1. Su estructura resultaba excesivamente rígida, pues exigía la presencia de dos contrapartes con una situación financiera simétrica, que en el mismo momento y con similares fuentes de financiación en importe, características y duración, se encontrasen y pudiesen pactar el *parallel loan*²¹.

¹⁸ “Los préstamos debían tener el mismo plazo de vencimiento y eran equivalentes al tipo de cambio spot vigente en el momento del cierre del acuerdo”. MARTÍN MARTÍN, José Luis; TÉLLEZ VALLE, Cecilia. *Finanzas...*ob. cit., p. 265. Los intereses suelen concretarse por tipos fijos, aunque cabe su determinación por tipos variables.

¹⁹ MEHTA, Dileep; FUNG, Hung-Gay. *International Bank Management*. Oxford: John Wiley & Sons, 2008, 416 p.

²⁰ O lo que es igual se eluden “las normas de control de cambios y los costes del cambio de divisas.” CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...*ob. cit., p. 1052.

²¹ Para atenuar dicha rigidez se pueden negociar cláusulas de reembolso anticipado. Igualmente la incertidumbre respecto a la evolución de los tipos de interés y el riesgo de cambio puede minorarse a través de la cláusula de indexación y la cláusula de reglaje (*topping up clause*) respectivamente. FERRI-RICCHI, Amadeo. *El contrato de swap como tipo de derivado*. Madrid: Civitas, 2014, págs. 23 y ss.

2. No se trataba de operaciones compensables (arts. 1195 y ss. del C.c.), al ser operaciones independientes, aunque vinculadas²².
3. Al no ser un contrato sinalagmático, el incumplimiento de una parte no exime a la otra del cumplimiento respectivo²³.

La regulación cambiaria y la necesidad de contar con instrumentos de gestión de riesgo más eficaces, especialmente el riesgo de crédito, motivan la sustitución del *parallel loan* por el *back to back loan*, que podemos definir como el contrato por el cual, una parte concede un préstamo a otra, por el mismo valor, a condición de que ésta última otorgue un préstamo a la primera, en la moneda del mutuante respectivo²⁴. Se trata en definitiva de un préstamo recíproco entre dos matrices que ulteriormente traspasan los fondos respectivos a sus filiales. Estas transacciones suelen pactarse por 10 años, si bien puede estipularse una duración inferior. Ello conlleva la desaparición de una parte intermediaria²⁵. Cada parte percibe intereses de su contraparte como contraprestación del préstamo realizado con base a los tipos de intereses vigentes para

²² En todo caso “legalmente, los préstamos eran dos transacciones separadas, puesto que existían dos conjuntos diferentes de prestamistas y prestatarios. Por lo tanto, no existía la posible compensación de obligaciones o *netting*”. MARTÍN MARTÍN, José Luis; TÉLLEZ VALLE, Cecilia. *Finanzas...* ob. cit., p. 265.

²³ Deviene inaplicable en nuestro ordenamiento jurídico el art. 1124 del C.c.

²⁴ Se puede concebir el *back to back loan* como una variante del *parallel loan* donde participa un intermediario. Bajo dicha concepción véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., p. 54. En todo caso interesa destacar que “con estos créditos, denominados *back-to-back* (“créditos recíprocamente respaldados”), se obtenían los mismos resultados que con los préstamos paralelos, por cuanto las casas matrices podían transferir los financiamientos así obtenidos a sus respectivas filiales. Al igual que en los préstamos paralelos, en estas operaciones también se convenía un tipo de cambio único para los desembolsos y para la restitución de los préstamos, así como para el pago periódico y recíproco de intereses en las dos «ramas de la operación».” MARTÍNEZ LE CLAINCHE, Roberto. *Curso de teoría monetaria y política financiera*. México: Universidad Nacional Autónoma de México, 1996, p. 137.

²⁵ A diferencia de los *parallel loan* donde intervienen cuatro partes, dos de ellas generalmente entidades financieras.

cada divisa. Los principales de la respectiva divisa, son permutados tanto al principio como al vencimiento del préstamo, al tipo de cambio vigente al comienzo del contrato²⁶.

A diferencia de los *parallel loan*, existe un flujo de capitales entre los dos países en que están ubicadas las empresas. Los préstamos paralelos permiten el acceso a divisas inaccesibles, mientras que los préstamos *back to back* si bien no permiten soslayar las normas sobre control de cambios, constituyen un método eficaz de protección contra los riesgos de control de cambio. Además, al existir una relación directa entre las dos partes, en virtud de un único contrato de préstamo, donde se constituyen relaciones de reciprocidad, en el supuesto de incumplimiento, la otra parte queda desligada de dejar sus obligaciones, admitiéndose el *set-off*²⁷.

No obstante tanto los *parallel* como los *back to back loans* presentaban tres grandes inconvenientes: de un lado, resultaba muy complicado encontrar contrapartes con necesidades simétricas; el riesgo de crédito resultaba especialmente patente en los *parallel loans* al tener las operaciones independencia entre sí, lo que se traducía en la

²⁶ “Las fórmulas jurídicas utilizadas en la intermediación fueron los préstamos paralelos o más concretamente los préstamos *back to back*. Como sabemos estos préstamos se constituyen a raíz de depositar en un banco una cantidad o depósito contra el cual ese mismo banco u otro concederá un préstamo. En consecuencia, cada multinacional debía suscribir dos contratos, de depósito y de préstamo; el primero a nombre de su matriz y el segundo como prestatario de las subsidiarias de la otra transnacional. La situación de cuatro contratos para cada aparición, junto con la constitución de depósitos de garantía, inmovilizados durante la vida del préstamo, llevó a simplificar la fórmula jurídica del intercambio a través de un documento único: el contrato *swap*.” COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad...* ob. cit., pág. 107.

²⁷ ZAMORANO indica que esta figura es el género del cual derivan las especies concretas de los *back to back loans* en sentido estricto, los *currency-collateralized loans*, y los *parallel loans*, “según que una o dos filiales de las empresas que son parte del contrato de que se trate hayan sido incluidas en la estructura de la operación”. ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit. p. 53. No obstante, creemos que los *parallel loan* precedieron a los *back-to-back loan* como vehículo para soslayar las restricciones cambiarias impuestas en Reino Unido en los años 70, siendo los *back-to-back loan* una modalidad de los *parallel loan*, que al igual que los *currency swaps* supusieron una extensión natural de los *back-to-back loan*. Vid. KIM, Kenneth A. *Global Corporate Finance: A Focused Approach*. Singapur: World Scientific, 2011, págs. 144.

vinculación al acuerdo de una contraparte pese al incumplimiento de la otra²⁸; por último, dichos préstamos se plasmaban en los balances de los libros contables de cada una de las empresas²⁹ como una nueva obligación asumida, perjudicando negativamente al cálculo de los ratios financieros³⁰.

Por su parte, en el *currency-collateralized loans*³¹ una multinacional realiza un depósito en una entidad bancaria, que a cambio del cobro de una comisión, asume el riesgo de cambio, al otorgar un préstamo en la moneda correspondiente a la filial de la primera³². Se trata de una pluralidad de operaciones con una característica común: la existencia de dos préstamos recíprocos, documentados de forma separada, que jurídica y económicamente están vinculados entre sí, formando una unidad funcional.

Existen sin embargo dos factores que hacen más onerosa esta operación: de un lado, los estipendios que se han de dar al banco, y de otro, los graves inconvenientes legales y crediticios a los que tiene que enfrentarse la multinacional si la filial no cumple con sus obligaciones en concepto de prestataria del banco³³. De igual modo, son

²⁸ Como hemos indicado en los *back-to-back loan* desaparece el riesgo de incumplimiento gracias a la inclusión de un acuerdo de compensación, si bien la problemática contable sigue implícita.

²⁹ Tanto el concedido por la matriz como el obtenido por la filial a través de los balances consolidados.

³⁰ KIM, Kenneth A. *Global...*ob. cit., págs. 143-157.

³¹ “El *currency-collateralized loan* consistía en un instrumento usado con frecuencia por las multinacionales para financiar a sus filiales en países con una moneda débil y con un mercado de crédito de difícil acceso; la multinacional realizaba un depósito en la moneda de su país en el banco intermediario, el cual, a su vez, realizaba un préstamo en la moneda deseada a una filial de la multinacional en el extranjero, asumiendo el banco un riesgo de cambio con la contrapartida de obtener una comisión por la operación”. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*. Madrid: Marcial Pons, 2013, p. 111.

³² Por el contrario se ha mantenido por otro sector doctrinal, que el desarrollo del *back to back loan* pasa por un depósito realizado por una empresa en un banco, que a su vez otorga un préstamo a otra empresa, sea o no en la misma divisa, normalmente filial de la primera. ALONSO SOTO, Ricardo. «La permuta financiera (Swap)». ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas figuras...*ob. cit., 434-435.

³³ Vid. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., pág. 465. La entidad crediticia asumía el riesgo de tipo de cambio de la transacción. Por ello resulta patente la necesidad de eliminar la

préstamos que se reflejan en el balance (*on balance sheet*), con el consiguiente perjuicio para el empresario. Este tipo de contrato, tampoco admite el instituto de la compensación, al existir un doble préstamo entre las dos matrices³⁴. Podemos además mencionar un problema añadido: la eficacia de las llamadas cláusulas *set-off provisions*, que se usan para garantizar la extinción de las obligaciones recíprocas cuando una de las partes no cumple con sus obligaciones. Y por último, no podemos olvidar el hecho de que al ser dos contratos independientes, no resulta aplicable la regla del art. 1124 del C.c., sino a través del uso de la referida cláusula.

Es por ello que nace el *straight currency swap*, que pese a su nombre, no es un tipo de swap, sino un pacto de compraventa al contado, con pacto de reventa a plazo de una cantidad de dinero (que constituye el objeto del contrato) y donde en una fecha ulterior, se vuelve a comprar y vender el objeto inicial del contrato, al mismo tipo de cambio.

Esta técnica contractual tiene su origen en la aplicada en el *foreign exchange swap*, pero con una notoria diferencia, pues el *foreign exchange swap* es una transacción que engloba contratos independientes desde el punto de vista jurídico, mientras el *straight currency swap* es un contrato único, que no entraña un préstamo. Esta última modalidad contractual, no aparece reflejada en el balance³⁵, al ser una deuda contingente. Además, al existir una relación sinalagmática, las partes disponen de las acciones de cumplimiento pertinentes.

intermediación bancaria, hecho que motiva el nacimiento de los *back-to-back loan* en sentido estricto y del *parallel loan*.

³⁴ En contra ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit.

³⁵ De ahí la calificación de los derivados financieros como *off-balance instruments*. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., pág. 468; TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones de permuta financiera (swaps)*. Barcelona: Ariel, 1996, págs. 19 y 20.

1.4. Exchange of borrowings

El primer swap de divisas *strictu sensu*, surge a comienzos de los 80, con el nombre de *exchange of borrowings*³⁶, si bien su concepto no se corresponde con el concepto básico de swap actual³⁷.

Este tipo de contrato sigue la técnica negocial del *straight currency swap*.

La evolución hacia este contrato pasa por el llamado *long term forward foreign exchange contract* (o LTFX) y el *long term forward foreign exchange swap* o *forex swap*, figuras que aparecen cuando la cobertura del riesgo que afecta a las empresas se exige para operaciones superiores a cinco años, pues cuanto más prolongada es la duración de la cobertura, más difícil resulta encontrar una contraparte, además de que los contratos tipo que las secciones de arbitraje de los bancos ofertan, no se adecúan a las necesidades específicas de las partes.

Estructuralmente, el también conocido como LTFX, puede materializarse, bien en un intercambio de monedas a plazo o bien en operaciones vinculadas a plazo, sin que exista un intercambio de capitales al contado, y documentadas en un solo contrato.

De este contrato surge el LTFX swap, que implica una operación de intercambio de divisas a plazo y una transacción al contado.

Esta figura se diferencia del *foreign exchange*, en que se trata de un contrato único, y del *straight currency swap* en que se presupone la inexistencia de un pago anual por la diferencia entre el tipo de interés de las diferentes monedas³⁸.

³⁶ MARSHALL, John; KAPNER, KENNETH, R. *The Swaps Market*. Miami: Kolb Publishing Company, 1993, p. 5.

³⁷ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit. p. 62.

³⁸ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., p. 60.

Los principales problemas que manan de esta estructura se basan en que el intercambio del principal se da al tipo pactado al comienzo, que normalmente difiere del tipo de cambio al contado y del tipo de cambio real al vencimiento. De este modo, la parte cuya moneda se haya revalorizado sufre la respectiva pérdida.

Este defecto provoca el nacimiento del *exchange of borrowings* o *bond swap*, que entraña un intercambio económico (que no jurídico), de deudas de dos empresas en distintas monedas. Las partes del *exchange* usan los pagos que nacen de esta operación para pagar la deuda de su préstamo que se erige en la relación jurídica subyacente. Se exige que estos pagos estén sincronizados. Las partes conservan sus vínculos legales con sus respectivos prestamistas, independientemente de que su contraparte cumpla con su obligación de pago. Los prestamistas ignoran a su vez la existencia de este intercambio, de tal modo que sólo se posibilita el intercambio de las obligaciones de pago resultante del préstamo, pero no el préstamo en sí.

Esta operación conlleva: un intercambio inicial de dos principales en monedas distintas por la misma cuantía; un intercambio a la finalización del contrato de dichos principales, pero al tipo de cambio usado inicialmente (el llamado tipo de cambio *spot*); entre tales intercambios se realizan una serie de pagos que se corresponden con los intereses de cada uno de los préstamos.

1.5. Los primeros swaps de tipos de interés *strictu sensu*

Cuando en 1979 el Gobierno Británico eliminó la tasa que limitaba la compra de moneda extranjera surgió un nuevo producto financiero, los llamados SWAPS, que se configuran como una extensión de los préstamos *back to back loan*, pero que estaban provistos de una mayor sencillez, liquidez y flexibilidad. No obstante, el origen de esta figura presenta ciertas contradicciones, situándose por muchos en 1976, entre Mobil Oil

Corporation y General Electric Corporation Ltd (UK)³⁹, mientras que otros sectores doctrinales apuntan que el verdadero origen del swap se registra en agosto de 1981, involucrando al Banco Mundial y a la empresa IBM, permitiendo al Banco Mundial obtener francos suizos y marcos alemanes y a IBM dólares para financiar sus operaciones en sus respectivos lugares de interés⁴⁰.

Suiza consideraba que IBM era un prestatario de primer rango, capacitado para recibir préstamos en condiciones similares al propio gobierno suizo. No obstante, el Banco Mundial, no ostentaba tal valoración, debiendo pagar una tasa de interés más alta que los prestatarios de primer orden, como IBM. A su vez, en el mercado estadounidense, IBM debía pagar una tasa de interés más alta que el Banco Mundial, al que por su parte se otorgaban tasas de mercado cercanas a las de la Tesorería de los EE.UU. De este modo, ambas decidieron hacer uso de sus respectivos privilegios para invertir en el lugar deseado. Así, la multinacional pagó un principal en marcos y francos franceses al banco, a cambio de que esta le brindara dólares. De forma periódica, el Banco Mundial pagaba intereses fijos en las dos monedas europeas a IBM y ésta pagaba en dólares. Al finalizar la transacción, se intercambiaron los principales en sentido contrario.

³⁹ En el contexto financiero, son muchos los que estiman que el nacimiento del primer swap se articuló en agosto de 1976. Así *“La práctica de los préstamos back-to-back, resolvió el problema jurídico suscitado por los préstamos paralelos, pero no el de su registro contable. Por ello se procedió entonces a concertar dos préstamos simultáneos, en los cuales A y B efectuaban una operación de compra-venta de divisas al contado, con el compromiso de realizar otra operación en condiciones idénticas para una fecha futura, fijada previamente. Una operación con estas características, fue sometida a consideración del Banco de Inglaterra en 1976 por dos bancos estadounidenses (el Continental Illinois y el Goldman Sachs). La aprobación de esta operación por dicho banco permitió la conclusión de la primera operación llamada de swap, entre las empresas Bas Kallis e Ici Finance, en libras esterlinas (con tasa de interés fija) contra florines (también con tasa de interés fija).”* MARTÍNEZ LE CLAINCHE, Roberto. *Curso...ob. cit.*, p. 137. Véase FIRTH, Denys C. et al. *Inside the Swap market*. Londres: International Financing Review, 1985, 180 págs. HENDERSON, Schuyler K.; PRICE, John A.M. *Currency and Interest rate Swaps*. Londres: Butterworths, 1988, 2ª ed., págs. 3 y ss.

⁴⁰ En este sentido vid. KIM, Kenneth A. *Global...ob. cit.*, págs. 146. *“The origins of the swap market can be traced to the late 1970s, when currency traders developed currency swaps as a technique to evade British controls on the movement of foreign currency. The first interest rate swap occurred in 1981 in an agreement between IBM and the World Bank”*. KOLB, Robert W. OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003, 3ª ed., p. 11.

Los flujos de efectivo de los swaps iniciales de divisas eran idénticos a aquellos asociados con los préstamos *back-to-back*. Por esta razón, los swaps iniciales de divisas a menudo fueron llamados intercambio de préstamos o *exchange of borrowings*.

Sin embargo, y al contrario a lo que sucede con los acuerdos que caracterizan los préstamos *back-to-back* y paralelos, los swaps no entrañan un préstamo de divisas, pues se sustituyen los préstamos simultáneos por una operación de cambio al contado y el pacto ulterior de deshacer dicha transacción a fecha futura.

De igual modo, la dificultad de encontrar contrapartes con necesidades simétricas que era característica de los *parallel y back to back loan*, se ve soslayada en los *currency swaps* a través del uso de *swaps dealers y brokers*. El problema de *default* y la consiguiente vinculación al acuerdo, se sorteó a través del derecho de compensación embebido dentro del contrato de swap. Por último, los swaps son operaciones que no se reflejan en los balances contables, lo que les convirtió en un instrumento más conveniente⁴¹.

Su estructura es muy flexible, pues se posibilita la utilización indistinta de tipos fijos y variables.

Si bien *ab initio*, estos swaps surgen como una medida frente a las restricciones gubernamentales de intercambio de divisas, con el tiempo, se han ido articulando como un mecanismo de minoración de riesgos y costos, lo que conlleva un aumento significativo del mercado de swap.

Siguiendo esta línea, el llamado arbitraje cambiario⁴², sirve de base al nacimiento de la permuta financiera de tipos de interés, que se desarrolla en la década de los 80 en EE.UU. Si los swaps podían ser usados para convertir una obligación en moneda

⁴¹ KIM, Kenneth A. *Global...*ob. cit., págs. 145-146.

⁴² Podemos definir el arbitraje como el “proceso por el cual se obtienen beneficios de la existencia de precios diferentes para el mismo producto, en el mismo momento, pero en mercados distintos”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 27.

extranjera en otra con el correspondiente tipo de interés en cada moneda, un tipo de contrato similar podía ser usado para convertir un tipo de empréstito (a tipo fijo) en otro (a tipo variable).

Los primeros swaps de tipos de interés fueron realizados en Londres en 1981, siendo considerado el primero el concertado entre IBM y World Bank⁴³. Grandes bancos internacionales, la mayoría de los cuales prestaban a tipo variable, fueron los primeros en usar los swaps de tipos de interés a través del intercambio de sus obligaciones de pago a interés fijo de sus pasivos, en pagos a tipos de interés variable a menor coste en la cantidad nominal equivalente⁴⁴. En este sentido, la modalidad de permuta financiera más usada durante los años 1981 y 1982, y que se ha erigido por consiguiente en estructura básica, dada su sencillez, es la conocida con el nombre de *plain vanilla swap*⁴⁵. Su uso se extendió al año siguiente a los EE.UU.⁴⁶, a través del acuerdo concertado entre Sallie Mae (*Student Loan Marketing Association*) y la ITT

⁴³ Y que en esencia se califica como un swap de divisas de tipo de interés. Sobre los detalles de este swap vid. KAPUR, Devesh; LEWIS, John; WEBB, Richard. *The World Bank: Its Half Century, Volume 1*. Washington: Brookings Institution Press: 2011, págs. 1030 y ss. FERRI-RICCHI, Amadeo. *El contrato...* ob. cit. págs. 32 y ss.

⁴⁴ “Respecto a los swaps sobre tipos de interés señala SÁNCHEZ GALÁN que aparecieron a principios de 1980 para grandes bancos que precisaban ajustar sus condiciones prestatarias ante la divergencia temporal de los plazos para empresas industriales. A partir de 1982, las propias empresas observaron la gran ventaja que ofrecía este tipo de contratos para cubrir sus costes financieros, lo que llevó a centuplicarse la negociación de los mismos en sólo cinco años”. SÁNCHEZ GALÁN, José Ramón. «Cómo cubrirse ante los riesgos de endeudamiento con los contratos swap de tipos de interés» en *Estrategia Financiera*, Nº 220, Sección Artículos, Editorial Especial Directivos, Madrid, 2005. En parecidos términos, SANZ CABALLERO coincide que no será hasta 1982 cuando se podrá hablar propiamente de un verdadero mercado de swaps. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. «El contrato de permuta financiera o Swap» en *Derivados Financieros*, Barcelona, 2000, p. 468. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. «La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o swap». En *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, n.º 9/2013, pág. 6.

⁴⁵ Consistía básicamente “en un contrato de permuta financiera de tipo de interés variable (Libor del dólar USA a seis meses) contra tipo de interés fijo, con una vigencia contractual entre cinco y siete años y con un importe teórico o nominal denominado en dólar norteamericano; la estructura inicial del *plain vanilla swap* experimentaría modificaciones en sus variables esenciales durante los años siguientes, particularmente a partir de los años 1984 y 1985 iniciándose un proceso indefinido de creación de mercado.” SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., pág. 468.

⁴⁶ Fecha en la que se considera que tiene lugar la ejecución del primer swap de tipos de interés.

Financial Corporation. Posteriormente, el concepto de swap se extendió en 1986 cuando el Chase Manhattan Bank introdujo el *commodity swap*. En 1989, Bankers Trust introdujo el primer *equity swap* documentado⁴⁷, mientras que la década de los noventa supuso el desarrollo de los *swaps* macroeconómicos, como instrumento de arbitraje entre mercados. A partir de dicho periodo, se va perfilando una figura contractual que se introduce en España con la denominación de permuta financiera, y cuya comercialización en masa pasamos a estudiar⁴⁸.

1.6. La comercialización en masa de los swaps de tipos de interés

Si bien el swap de tipos de interés no es una figura de nueva creación, es de interés constatar que en la última década se ha visto prolijamente utilizada, no como instrumento de reestructuración financiera de grandes empresas, sino como instrumento de cobertura pródigamente comercializado por entidades de crédito entre clientes minoristas y pymes⁴⁹.

⁴⁷ KIM, Kenneth A. *Global...*ob. cit., págs. 146 y ss.

⁴⁸ “A finales de los 80 estos instrumentos se extienden a los índices bursátiles (*equity swaps*), que permiten operar sin inversiones reales, y a las mercancías o materias primas (*commodity swaps*), que posibilitan hacer previsiones sobre las fluctuaciones de precios de materias primas. En la década de los 90 se abarcan también los índices macroeconómicos (*macroswaps*), como juego de arbitraje entre mercados, para cubrirse los operadores económicos de los riesgos derivados de las recesiones cíclicas de la economía. De esta forma, a partir de dicho período, por mor de la ingeniería financiera, se va perfilando una figura contractual que se introduce en España bajo el nombre de permuta financiera.” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 28.

⁴⁹ “Si hace sólo unos años era una reducidísima minoría la que recurría a instrumentos financieros como inversión, hoy en día, el desarrollo del denominado «capitalismo popular», ha multiplicado el número de ciudadanos que recurren a estos productos, lo que implica en último término, una transferencia de los riesgos al ahorrador minorista individual”. PULIDO BEGUINES, Juan Luis. «El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, abril-junio 2013, pág. 9. Vid. NASARRE AZNAR, Sergio. «Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria». En *Revista de Derecho Inmobiliario*, n.º 727, 2011, pág. 2686. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 5. BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. «La permuta financiera (swap) y su eventual ineficacia». En *Revista Actualidad Civil*, nº 7-8, julio-agosto 2014.

De este modo, y como fenómeno que despunta en España en 2006⁵⁰, la comercialización en masa del swap de tipos de interés se produjo por influjo del artículo decimonoveno de la ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, que a tenor de su apartado primero indica que *“las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles. La contratación de la citada cobertura no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original”*⁵¹.

El marco que favoreció dicho panorama se basó en las perspectivas alcistas del mercado *por mor* de las constantes subidas de tipos de interés, de modo que tanto particulares como empresas, cuya financiación estaba referida a dichos índices, se vieron incentivados a usar instrumentos de cobertura de las variaciones de los tipos de interés, en base a la oferta presentada por las entidades financieras⁵². Como indica el

⁵⁰ No en vano “el número de escritos de reclamación o queja presentados ante el Banco de España en 2009 ascendió a 13.640, lo que supone un incremento del 93% respecto al año anterior, según datos de la memoria del organismo supervisor, y ello en gran medida debido al aumento en las reclamaciones recibidas sobre “swap” o contratos de cobertura/ permuta de tipos de interés, que han tenido una gran incidencia en las reclamaciones recibidas durante ese ejercicio...” GÓMEZ GUSI, Josep Lluís. «SWAP: Una figura controvertida». En *Lo Canyeret, Revista del Colegio de Abogados de Lleida*, nº 69, 2011, págs. 20-31.

⁵¹ El Banco de España afirma (Vid. BANCO DE ESPAÑA. «Publicaciones del Banco de España: Informes relevantes». Madrid, 2009, pág. 161) que se pueden distinguir *dos instrumentos de cobertura frente a las fluctuaciones de los tipos de interés. De un lado se hallan las coberturas de carácter implícito, que son las que incluyen las llamadas «cláusulas suelo» o «floor» y/o «cláusulas techo» o «cap». De otro lado, se hallan las coberturas explícitas que consisten en la contratación de un producto financiero autónomo respecto del contrato de préstamo previamente suscrito, como ocurre en las permutas financieras de tipos de interés o interest rate swaps (IRS).* MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., pág. 228. En la misma línea, NASARRE AZNAR, Sergio. «Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria». En *Revista de Derecho Inmobiliario*, n.º 727, 2011, págs. 2665-2737.

⁵² “De la observación de la jurisprudencia que vamos a examinar, comprobamos que un número importante de reclamaciones tienen su origen en varios hitos que cambiaron el panorama económico y financiero: la estafa piramidal diseñada por el broker norteamericano B. Madoff, la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers y la casi inmediata quiebra de los tres bancos islandeses más importantes Glitnir, Landsbanki y Kaupthing, seguida de su posterior nacionalización”. VÁZQUEZ GARCÍA, David. «Contratación de productos bancarios complejos: examen de la reciente jurisprudencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo». En *Diario La Ley*, Nº 8536, 2015.

párrafo segundo del artículo decimonoveno, de la ley 36/2003, “*Las entidades a que se refiere el apartado anterior ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés, siempre que este resulte adecuado para el cliente, de conformidad con lo establecido en el artículo 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.*” De entre los productos ofertados, uno de los más polémicos ha resultado ser sin duda el swap de tipo de interés⁵³, que en los últimos años ha experimentado una desorbitada litigiosidad, canalizada a consecuencia de la comercialización en masa que hemos destacado y acentuada por el estallido de la crisis financiera a finales de 2008, y que provocó el desplome de los tipos de interés.

En esencia, el uso de dichos instrumentos fue concebido por el legislador⁵⁴ dentro de un escenario de tipos de interés bajos con perspectivas alcistas, lo que ha conllevado lógicamente, al ser la realidad distinta de la concebida (bajada de tipos), cuantiosos perjuicios para los clientes de las entidades financieras.

La cantidad de afectados ha sido tal, que son numerosas las asociaciones creadas e integradas por la red de perjudicados en un intento de soslayar los efectos negativos generados⁵⁵.

⁵³ Otras cuestiones que han presentado una inusitada problemática son las relativas cláusulas suelo de los préstamos hipotecarios, las hipotecas multidivisa, las participaciones preferentes, los bonos estructurados...Vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización de Swaps de tipos de interés por las entidades de crédito. Estudio sobre la jurisprudencia de las Audiencias Provinciales*. Barcelona: Bosch, 2012, p. 16.

⁵⁴ De la ley 36/2003.

⁵⁵ Vid. www.asufin.com, www.noclip.es, www.colectivos.adicae.net, www.apymad.com etc. Dicha red de afectados iniciaron procesos de reclamación interna ante los servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades. Tras las respuestas negativas o ausencia de las mismas tras los preceptivos 2 meses, dichas reclamaciones se elevaron al Banco de España o la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Vid. SÚAREZ RAMÍREZ, Patricia; GABEIRAS VÁZQUEZ, Patricia; GÁMEZ MEJÍAS, Manuel. «La comercialización de SWAPS a clientes minoristas en España». ABOGACÍA GENERAL DEL ESTADO. XXXI Jornadas de Estudio de la Abogacía. *La regulación de los mercados II: Ordenación bancaria*. Madrid: Ministerio de Justicia, 2010, págs. 179-193. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., págs. 2 y 3.

Las entidades financieras han pretendido responder a las acusaciones de sus clientes afirmando que la oferta de dichos productos se produjo en base a la obligación que dimanaba de la ley 36/2003. Y si bien es cierto que las entidades estaban obligadas por ley a ofertar instrumentos de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés, no es de menos hacer notar, que la comercialización en masa, no empezó sino tres años después de la entrada en vigor de la ley. El incumplimiento en el ínterin no acarrió sin embargo ninguna consecuencia jurídica para las entidades financieras, lo que pone de manifiesto la debilidad de las alegaciones presentadas por las entidades ante el Banco de España por las quejas de sus clientes.

Como señala la Exposición de Motivos de la ley 36/2003 *“resulta conveniente adoptar medidas para promover la competencia y atemperar la exposición de los prestatarios a los riesgos de tipos de interés, propios del mercado financiero”*. Pero como expone el Banco de España en la información proporcionada sobre este tipo de productos en su página web⁵⁶, *“La contratación de estos productos por parte de la clientela bancaria ha experimentado un incremento en los últimos años, básicamente con el objeto de reducir o neutralizar el riesgo latente en sus operaciones motivado por las fluctuaciones de diferentes factores de mercado, como los tipos de interés y de cambio. No obstante, en muchas ocasiones se ha producido el efecto contrario al deseado incrementándose el riesgo total al que estaban expuestos, al añadir al original de sus operaciones el riesgo propio del derivado financiero contratado”*.

Ello se traduce en el ofrecimiento de productos por parte de las entidades que en muchas ocasiones han ocasionado un incremento del riesgo total del cliente, generándose por tanto un efecto antagónico al que pretendía la ley 36/2003, de atemperación a la exposición de riesgos.

Queremos por tanto traer a colación el pronunciamiento del Defensor del Pueblo sobre la materia, en expediente Nº 09012179, donde llega a las siguientes

⁵⁶ Citada por múltiples sentencias, así STJPI de Barcelona núm. 161/2011, de 17 de mayo de 2011, núm. 113/2012, de 29 de marzo de 2012, 171/2013, de 7 de octubre...

conclusiones: *“Esta Institución considera que, estos productos complejos que operan con derivados financieros, están diseñados de tal forma que no cubren el riesgo de fluctuación de los tipos de interés, si se compensa a los clientes con una cantidad en función de esa subida, pero al establecerse una serie de barreras y escalas, limitan la compensación, no resultando proporcional la subida de los tipos de interés, en cambio, en el caso de bajada, los clientes asumen íntegramente todo el riesgo, teniendo que pagar mucho más de lo que reciben en el caso de una subida de los tipos de la misma cuantía, y mucho más de lo que ahorran en la cuota del préstamo, incrementándose el riesgo de una forma desproporcionada a la protección que se les ofrece en el caso de subida, resultando que estos productos no son un instrumento de garantía para los clientes, sino un producto especulativo, que beneficia, en todo caso, a las entidades financieras. No tratándose, por tanto, de productos que cumplan con el objetivo buscado por el citado artículo 19 de la Ley 36/2003, del 11 de noviembre. De hecho, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ha catalogado estos productos como de Alto riesgo, es decir, para un perfil de cliente altamente especulativo y que está dirigido a empresas con necesidades de cobertura de divisas y de tipos de interés por asuntos de exportaciones e importaciones, difícil de explicar y comprender para una persona que únicamente tiene contratado un préstamo hipotecario.”*

En definitiva, la pérdida del cliente, ha supuesto la ganancia de la entidad, lo que pone de relieve la existencia de un palmario conflicto de intereses que debió ser gestionado diligentemente por las entidades de crédito.

Queremos en este punto destacar la manifiesta contravención de las obligaciones de las entidades de crédito que supuso la comercialización en masa del swap de tipos de interés.

En primer lugar, se hizo uso de un producto, el swap de tipos de interés, que visiblemente no correspondía con los intereses del cliente bancario, tal como hemos

tenido ocasión de comprobar⁵⁷. La idea parte de considerar que el swap de tipos de interés, era un instrumento históricamente diseñado y empleado para las relaciones entre grandes empresas, a la postre que complejo, aleatorio y de alto riesgo, que por tanto, no debería haberse comercializado, de la forma en que se hizo con clientes minoristas⁵⁸.

La entidad además, estaba obligada a ofertar un producto que se adaptase a las circunstancias del cliente y tenía el compromiso de haber informado con carácter inmediato de cualquier cambio en las condiciones del mercado que hubiesen

⁵⁷ Como indica el art. 5.2. c) de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito *“en la comercialización de préstamos o créditos, el Ministro de Economía y Competitividad podrá dictar normas que favorezcan la consideración de diferentes escenarios de evolución de los tipos en los préstamos a interés variable, las posibilidades de cobertura frente a tales variaciones y todo ello teniendo además en cuenta el uso o no de índices oficiales de referencia”*. El anexo 6 en su punto 7 de la Circular 5/2012 en desarrollo de la Orden EHA/2899/2011, señala que uno de los criterios que se establecen en materia de concesión responsable es el siguiente *“Una política sobre la inclusión de cláusulas contractuales y sobre el ofrecimiento de productos financieros de cobertura de los riesgos de elevación de los tipos de interés y de cambio, que incluya procedimientos para resaltar, del modo que mejor reclame la atención del cliente, cualquier estipulación cuyos objetivos o funciones sean diferentes al mero establecimiento de límites superiores o techos a la variación de los citados tipos. Cuando concurren esos objetivos o funciones diferentes o cuando el producto adopte un grado de complejidad que dificulte su comprensión, será esencial que la entidad extreme la diligencia en las explicaciones que se han de facilitar al cliente al que se ofrezcan, con el fin de que este pueda comprender las características del producto y de que sea capaz de adoptar una decisión informada y evaluar, de acuerdo con sus conocimientos y experiencia, la adecuación del producto ofrecido a sus intereses. A tal fin, recabarán del cliente la información adecuada a sus necesidades y su situación financiera y ajustarán la información que le suministren a los datos así recabados. En el caso de que los productos de cobertura concertados con el cliente supongan el potencial pago por aquel de cantidades diferentes a una mera prima por la existencia del límite superior ya citado (como, por ejemplo, en el caso de swaps de intereses u otros derivados que contemplen tales pagos), la entidad deberá alertar al cliente de tales abonos tan pronto como tenga conocimiento de que pueden producirse con arreglo a lo pactado (y periódicamente mientras concorra tal circunstancia), así como de las posibilidades de que, conforme a lo establecido en el contrato, disponga el cliente para resolver anticipadamente el contrato de cobertura y de los pagos o pérdidas que dicha cancelación puede ocasionarle”*.

⁵⁸ *“Todo ello tornaría al producto inadecuado per se para dicho perfil de clientela. A nuestro juicio, esta posición puede apreciarse (además de en varias de las sentencias que califican al producto como complejo, previamente reseñadas), en resoluciones como las siguientes: SAP Asturias-Gijón (7ª) de 18-2-11 (FD 4) y de 24-5-11 (FD 4); Barcelona (19ª) de 9-5-11 (FD 4); Girona (1ª) de 18-2-11 (FD 3); Las Palmas (5ª) de 16-9-11 (FD 4); León (1ª) de 5-12-11 (FD 2) y (2ª) de 15-7-11 (FD3); Murcia (5ª) DE 14-12-11 (FD 3); Pontevedra (1ª) de 7-4-10 (FD7); Sevilla (8ª) de 28-11-11 (FD 3); Soria (1ª) de 10-10-11 (FD 3); Toledo (1ª) de 2-11-11 (FD 4); y Zamora (1ª) de 22-9-11 (FD7)”*. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 105.

destacado la necesidad deshacer las posiciones asumidas. Además, debería haber evitado incurrir en cualquier tipo de conflicto de interés con su cliente, y haberle informado con el rigor que instituía la MiFID⁵⁹.

Debemos constatar, que la comercialización masiva de los swaps de tipos de interés no fue un fenómeno exclusivo del panorama español. La litigiosidad se ha dado en el panorama europeo afectando a menudo a entidades públicas, pero también a inversores privados que en todos los casos se clasificaban como inversores no sofisticados. Entre los estados europeos, quedaron fuera Gran Bretaña (caso Hammersmith) y Países Bajos y Bélgica (en estos últimos, producto de la estricta monitorización de las autoridades locales financieras a través de la Junta Provincial)⁶⁰. Los estados más afectados fueron Alemania, Italia y Francia, donde el asunto ha cobrado tal relieve que ha sido ampliamente debatido en las altas esferas.

De conformidad con los informes presentados⁶¹ las cifras que se barajan involucran cifras de cerca de 30 billones tanto en Italia y Francia. Sorprendentemente, los litigios esencialmente afectaron a partes contratantes en Italia, Noruega o Alemania,

⁵⁹ Directiva sobre Mercados de Instrumentos Financieros, 2004/39/EC, conocida por sus siglas en inglés como MiFID (Markets in Financial Instruments Directive). *“Son precisamente todas estas obligaciones exigibles a las «sociedades de inversión» las que han incumplido de manera sistemática las entidades de crédito –que ahora apuntamos con el dedo- al comercializar de forma masiva productos derivados de alto riesgo como si de típicos productos bancarios se tratase y sin seguir, en absoluto, las cautelas y protocolos de actuación instituidos por MiFID”*. SÚAREZ RAMÍREZ, Patricia; GABEIRAS VÁZQUEZ, Patricia; GÁMEZ MEJÍAS, Manuel. La comercialización...ob. cit., pág. 201. Señala GÁLVEZ que *“la comercialización masiva del contrato de permuta financiera se efectuó en términos sensiblemente alejados de las obligaciones que la normativa financiera impone a bancos y cajas de ahorro, resultando así que se informó a sus clientes de forma sesgada, parcial, ignorando las prevenciones y exigencias más básicas. En efecto, se ofreció del swap una imagen interesadamente edulcorada, pero igualmente distorsionada de un producto financiero altamente especulativo ofertado como un seguro, cuando precisamente un elemento esencial de su naturaleza es la concurrencia del riesgo; riesgo que posteriormente se materializó con la caída de los tipos de interés a los cuales estaba anudado”*. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., págs. 19 y 20.

⁶⁰ Para un breve análisis del panorama internacional vid. WYMEERSCH, Eddy. «Regulation and Case Law Relating to Financial Derivatives». En *University of Ghent Financial Law Institute*, Working Paper No. 2012-03. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1988925>.

⁶¹ Vid para Francia el llamado Informe Bartolone: Assemblée nationale nr 4030, 6 de diciembre de 2011, disponible en: <http://www.assemblee-nationale.fr/13/pdf/rap-eng/r4030.pdf>.

pero no así a Francia, donde parece que el asunto es tratado de forma amigable con el apoyo de las autoridades estatales. Sin embargo, las protestas públicas han sido considerables también en Francia. Es de destacar que los casos que afectaron a entidades públicas, frecuentemente concernían a swaps de tipos de interés.

Por último, tres son las cuestiones que ha planteado la controvertida comercialización de los swaps de tipos de interés en el ámbito jurisprudencial:

-Dado que la mayoría de los derivados fueron negociados bajo el modelo ISDA, declarando la competencia de la jurisdicción de Reino Unido, y en algunos casos de Nueva York, se planteaba cuándo las autoridades locales de otras jurisdicciones podían estar sujetas a las cortes de Reino Unido, o podrían encontrar refugio bajo su propio sistema judicial⁶². Este tema será tratado a propósito de la doctrina *ultra vires* y la capacidad para concertar este tipo de contratos por parte de las entidades públicas en el capítulo III.

-Se discute igualmente las condiciones en que los contratos fueron negociados, especialmente a la luz de las reclamaciones de los deudores no familiarizados con los entresijos de los contratos de derivados, de no haber sido informados suficientemente o advertidos de los escollos que la contratación de los mismos comportaba. De este aspecto, daremos cuenta en el capítulo IV sobre las obligaciones de las entidades de crédito en la comercialización del swap de tipos de interés. Los efectos de la contravención de dichas obligaciones serán tratados en los Capítulos IV y V.

-El último grupo de casos analiza la capacidad de los bancos de ofertar válidamente contratos de derivados que fuesen desequilibrados en lo que respecta a los riesgos y beneficios recíprocos, y donde el nivel de comprensión de riesgos era esencialmente descompensado. Dicho aspecto será tratado con la profundidad que merece en el capítulo III a propósito de los conflictos de intereses.

⁶² En este sentido Reino Unido afirma la competencia con carácter general de sus Cortes.

2. Concepto de swap de tipos de interés

Antes de ahondar en el concepto de swap de tipo de interés, deseamos dedicar una líneas a concretar el concepto de swap en términos generales, al ser aquel el género del cual deriva la especie swap de tipos de interés.

De este modo, prima constatar la complejidad que implica ofrecer un concepto global de esta categoría contractual, habida cuenta la pluralidad de figuras que se comprenden en su seno y la escasez de normas de Derecho positivo que la contemplan, aspectos todos ellos que propician a su vez la existencia de una cierta confusión sobre la calificación de este contrato⁶³.

Pocas son las normas que formulan un concepto de swap y los intentos en nuestro Derecho son fraccionarios, siendo destacable la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 17 de febrero de 1984, que hace referencia únicamente al swap de divisas entre residentes y no residentes en España⁶⁴.

Esta expresión de origen anglosajón se define como “*a transaction in which one piece of property, usually something other than Money or its equivalent, is given in return for another piece of property. A simultaneous exchange of one thing for another, as in a purchase or sale of foreign exchange at the same time as a covering transaction by the sale or purchase of spot currency*”⁶⁵. Esta acepción sin embargo, adopta unos

⁶³ Podemos pues decir que es un contrato que al hallarse en constante evolución, hace complejo fijar un concepto uniforme. Véase a tales efectos ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., págs. 43 y ss.

⁶⁴ Una definición interesante es la que contempla la legislación mexicana, al conceptuarlo como “*el acuerdo mediante el cual las partes intercambian flujos de dinero*”; vid en este sentido la Circular 2019/95, Disposiciones Aplicables a Operaciones al Contado, Operaciones Financieras Conocidas como Derivadas, Superintendencia de Entidades Financieras.

⁶⁵ *Law & West's Commercial Dictionary, in five languages*. Minnesota: West Publishing Company, St. Paul, 1995. Se traduce de la siguiente forma: *swapgeschäft*, para el alemán; *operazione a termine* con

términos muy amplios para soslayar el problema de la calificación jurídica en los distintos Ordenamientos Jurídicos, pero no permite en definitiva distinguir el swap (o *swop*) del *exchange* ni del *barter*⁶⁶.

En el Derecho español, este término, se tradujo como permuta financiera, lo cual ha sido objeto de numerosas críticas⁶⁷. Así, se ha razonado que se trata de una traducción que entorpece la comprensión del sentido con el cual dicha expresión se usa en términos financieros, además de avivar la polémica de su calificación en los ordenamientos de Derecho Civil. La permuta es uno de los *nomen iuris* que alude a uno de los contratos típicos regulados por dicho ordenamiento⁶⁸, y si bien en la permuta financiera pueden encontrarse ciertos elementos de “cambio”, es una figura donde la analogía con el contrato de permuta que regula nuestro Código Civil y de Comercio no resulta plausible⁶⁹. A mayor abundamiento, el término anglosajón swap, difiere de la traducción al castellano de permuta, siendo a nuestro juicio más apropiado hablar de

contrapartite, para el italiano; opération liée, para el francés; operación de intercambio, para el español. Estas expresiones no han cuajado, como pone de relieve VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 30.

⁶⁶ Para comparar tales términos véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., p. 189.

⁶⁷ Así la SAP Cáceres núm. 261/2010 (secc. 1ª) de 18 de junio puso de manifiesto como “*en la doctrina científica española se ha acuñado el término de permuta financiera, vocablo que ha adquirido carta de naturaleza en el derecho positivo a través de diversos textos legales, reseñando a título ejemplificativo algunos de ellos. Desde el artículo 20.1.18º, d) de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre el Valor Añadido –que declara exentas del mismo las operaciones de permuta financiera–, o la Circular 1/1991, del Banco de España que desarrolla diversas medidas sobre liberalización del control de cambios dentro de la pauta marcada por el Real Decreto 1.816/1991, de 20 de diciembre; hasta el Real Decreto Ley 2/2003, de 25 de abril, de medidas de reforma económica, que en su artículo 19 regula los instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés de los préstamos hipotecarios. Añadiendo que, igualmente, estos contratos de cobertura de riesgos de incremento de tipos de interés se regulan en la Ley 36/2003 de 11 de noviembre, sobre medidas de reforma económica.*” CABA TENA, Antonio. «El contrato de permuta financiera (swap), modalidad de tipos de intereses, en las sentencias de las audiencias provinciales». En *Revista de derecho mercantil*, Nº 290, 2013, págs. 503-538.

⁶⁸ En este sentido se pronuncia ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., p.187-188. “*Aunque pueda existir ciertos elementos de “cambio” en esta figura contractual, poco o nada tiene que ver con el contrato de permuta que nuestros Código Civil y de Comercio regulan.*” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 30.

⁶⁹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 30.

“canje”, “cambio” o “trueque”, idea que se infiere de la estructura económica de las permutas financieras⁷⁰.

Como prontuario de los conceptos recogidos por nuestros jurisconsultos, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Huelva de 4 de junio de 2012, testifica que en la bibliografía especializada se define como *"... un contrato por medio del cual dos partes (con intereses contrapuestos o valoraciones opuestas sobre las posibilidades de variación de diferentes tipos de subyacentes: divisas, tipos de interés, cotización de valores negociables, materia primas, índices bursátiles, etc.) se comprometen a realizar una serie de pagos y/o cobros durante un periodo de tiempo por ellas determinado, que se hacen depender del devenir del precio del subyacente escogido..."*.

De este modo, la doctrina, a la hora de definir el swap, se divide básicamente en torno a dos categorías:

- 1 Una parte de los jurisconsultos se limita a exponer los fundamentos financieros más relevantes de esta figura⁷¹. Igualmente, siguiendo esta línea de pensamiento, un gran número de autores se niega a ofrecer un concepto, allanándose a sistematizar sus modalidades y antecedentes⁷².

⁷⁰ En este sentido véase CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO. Luis. «El contrato de swap o permuta financiera». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...*ob. cit., p. 417.

⁷¹ Dentro de esta concepción doctrinal podemos destacar la definición que ofrece TORRE GALLEGOS que asevera que: *"Las operaciones de permuta financiera o swaps son contratos en los que dos agentes económicos acuerdan intercambiar flujos monetarios, expresados en una o varias divisas, calculados sobre diferentes tipos o índices de referencia que pueden ser fijos o variables, durante un cierto periodo de tiempo."* TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones...*ob. cit., p. 13.

⁷² Tal es el caso del profesor ALONSO SOTO que define la operación de swap como una transacción financiera en virtud de la cual diversos organismos o empresas acuerdan intercambiarse flujos de pagos en el tiempo con la mutua suposición de verse ambos favorecidos por el trueque. ALONSO SOTO, Ricardo. «La permuta financiera (Swap)». ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas...*ob. cit., págs. 443-452.

2 Una segunda línea de pensamiento conceptúa los swaps sobre dos fundamentos posibles y acumulables:

- a. A través de las obligaciones básicas que marcan la diferencia entre este contrato y otros de naturaleza financiera⁷³.
- b. A través de un concepto que englobe todas las modalidades posibles⁷⁴.

⁷³ ZAMORANO lo define así como un “contrato bilateral en virtud del cual cada una de las partes se obliga a entregar a la otra, en los términos pactados, sumas de dinero determinadas o determinables según unos parámetros objetivos, y calculados sobre un capital de referencia invariable; cantidades que ora se hacen depender de las que cada una de las partes debe, a su vez, a un tercero (deuda jurídicamente independiente del swap), ora provienen de créditos de los que cada una de las partes es titular (y en este supuesto no existen deudas con terceros que motivan la conclusión del swap).” ZAMORANO RONDAN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., p. 63.

⁷⁴ MALOY define las operaciones de swap como “todo cambio de obligaciones pecuniarias, en que no se intercambian las obligaciones legales suscritas por las partes”. MALOY, Paul. «Origen, historia y futuro del Swap. Definición y tipos». V.V.A.A. *Las operaciones swap como instrumentos para mejorar la financiación de la empresa*. Madrid: Instituto de empresa, 1985, p. 11. Esta definición recoge todos los Swaps, si bien es inadecuada, pues se centra en los aspectos contables del SWAP. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit, p. 42. VEGA por su parte lo conceptúa como “un acuerdo en el que las contrapartes estipulan abonarse recíprocamente corrientes líquidas, bien pagos o cobros, en la misma o en diferentes monedas durante un específico período de tiempo, siendo dichos flujos ciertos en el momento del acuerdo o estableciéndose, en caso contrario, las bases sobre las que serán calculados”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...* ob. cit, págs. 47-48. LAMOTHE FERNÁNDEZ lo define como un “Contrato por el que dos entidades, llamadas contrapartes, acuerdan intercambiar dos corrientes de flujos de caja, según una regla predeterminada y durante un cierto periodo de tiempo”. LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper. SOLER, José Antonio. *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*. Madrid: McGraw-Hill, 1996, p. 25. IBÁÑEZ JIMÉNEZ indica que “Por el contrato de permuta financiera o cambio financiero, más conocido en el tráfico como swap, ambas partes se comprometen recíprocamente a pagar en efectivo, en los momentos de liquidación previstos, cantidades incierta quanto, resultantes de substituir dos o más operaciones financieras llamadas subyacentes, o bien de la ejecución de las obligaciones nacidas de éstas”. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. «Validez y oponibilidad de la cláusula de compensación convencional (netting by close-out) en el contrato de permuta financiera (swap)». En *Revista General de legislación y jurisprudencia*, n.º 4, 2011, págs. 829-866. Y por último GARCÍA ANGULO determina que es “aquel contrato cuyo objeto es el intercambio de unas liquidaciones que realiza el banco y otras que realiza el cliente, para entregar a la contraparte, ambos sobre una misma cantidad y cada uno de los contratantes aplicando un diferente tipo de interés (referenciado al Euríbor) a esa cuantía común, y ello durante un plazo de tiempo determinado”. GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad de los contratos swap en la Jurisprudencia*. León: Eolas Ediciones, 2012, p. 40.

En resumen, *dealers*, *brokers*⁷⁵ y juristas han hecho uso de múltiples definiciones, a partir de las cuales podemos conceptualizar el SWAP como el contrato por el cual las partes se obligan a pagar en los plazos de liquidación pactados, ciertas cantidades cuya cuantía depende de unos módulos prefijados. El modo de concreción de dichas cantidades vendrá definido por el tipo de swap.

En aras a concretar el concepto de swap de tipos de interés (en la terminología anglosajona *interest rate swap*), resulta de interés referir que la jurisprudencia española en muchos casos ha utilizado como sinónimos los términos permuta financiera de tipos de interés y swap, siendo el segundo el género del cual deriva la especie permuta de tipos de interés⁷⁶. Ciertos autores incluso conciben todos swaps, como de tipos de interés, dado que en todas sus modalidades existen intercambios de cuotas de interés⁷⁷. En todo caso, dichas definiciones resultan de gran ayuda en la delimitación del concepto de swap de tipos de interés.

Por otro lado, la práctica bancaria ha hecho uso indistinto de términos no homogéneos por lo que al swap de tipos de interés se refiere, lo que oscurece la concreción del concepto y contribuye a desnaturalizar dicho contrato. Se habla al efecto de contrato de permuta financiera de tipos de interés, “IRS” (*Interest Rate Swap*),

⁷⁵ Diversas entidades bancarias han conceptualizado este contrato. Así el Banco Bilbao Vizcaya manifiesta que “*el Swap es la operación financiera en la que dos partes acuerdan intercambiar, durante cierto periodo de tiempo, flujos de ingresos/pagos de dos instrumentos financieros, basados en un mismo importe nominal. Se utilizan normalmente para evitar el riesgo asociado a la concesión de un crédito, a la suscripción de títulos de renta fija, siendo el interés fijo o variable, o al cambio de divisas. Es una operación de permuta de obligaciones financieras sin alterar las obligaciones contractuales de los activos o instrumentos que contienen las obligaciones que se intercambian*”. La Confederación de Empresas de Castellón alega que “*El Swap (palabra inglesa que significa cambio) consiste en una transacción financiera entre dos partes que acuerdan intercambiar flujos monetarios durante un periodo determinado siguiendo unas reglas pactadas*”.

⁷⁶ SAP Salamanca (Sección 1ª) de 2 de marzo de 2012; SAP Oviedo (Sección 5ª) de 21 de febrero de 2012; SAP Valladolid (Sección 1ª) de 20 de febrero de 2012; SAP Tenerife (Sección 1ª) de 31 de enero de 2012; SAP Jaén (Sección 3ª) de 16 de diciembre de 2011; SAP Barcelona (Sección 1ª) de 12 de diciembre de 2011; o SAP Pamplona (Sección 1ª) de 5 de diciembre de 2011; etc.

⁷⁷ Véase PAGET, Bernard. «La gestión de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises». En *Banque*, 1986, n° 461, mayo, p. 473.

“contrato de gestión de riesgos financieros”, “contrato de intercambio tipos/cuotas”, “bono clip”, “cuota segura” o “clip's”, “stockpyme”, “swap flotante bonificado”, “contratos de cobertura sobre hipoteca” e incluso “permuta financiera”⁷⁸.

A mayor abundamiento, es menester reivindicar que muchas definiciones jurisprudenciales sobre el swap de tipos de interés, pecan de restrictivas, pues se centran en los swaps de intercambio fijo-variable (IRS), cuando de hecho estos vienen siendo una de las posibles modalidades, dado que los swaps de intereses pueden abarcar tanto el intercambio de intereses, variable-fijo, o variable-variable⁷⁹. De igual

⁷⁸ Sobre las denominaciones usadas a nivel bancario vid. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 1; MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización*...ob. cit., pág. 36.

⁷⁹ “En el IRS, en efecto, una parte asume un flujo de pagos calculado por medio de la aplicación de un tipo fijo sobre un principal notional en unas determinadas fechas de pago y por el periodo de cálculo que media entre la fecha de pago anterior y la presente. Como contraprestación, la otra parte asume un flujo calculado sobre la base de un tipo variable de referencia que usualmente se fija al inicio de cada periodo de cálculo”. Vid. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. «La caracterización jurídica de los derivados OTC: algunas reflexiones a propósito del voto particular a la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio de 2014». En *LA LEY mercantil*, Nº 7, Sección Mercado de valores y bancario, octubre 2014. Vid. verbi gratia SAP de Pontevedra 430/2015, de 14 de septiembre de 2015 que indica al afecto que “Respecto de su naturaleza y características, el contrato de permuta financiera de tipos de interés (en la terminología anglosajona interest rate swaps), que constituye el contrato de cobertura de tipos de interés de mayor implantación en el mercado financiero, viene a conceptuarse, por doctrina autorizada, como aquel en que las partes intercambian flujos de caja asociados a dos créditos de la misma moneda, uno con interés fijo y el otro con interés variable, cuya finalidad es así la gestión y cobertura de los riesgos financieros relacionados con los tipos de interés, de suerte que el acuerdo consiste en intercambiar sobre un capital nominal de referencia y no real (notional) los importes resultantes de aplicar un coeficiente distinto para cada contratante denominados tipos de interés (aunque no son tales en sentido estricto, pues no hay en realidad acuerdo de préstamo de capital) limitándose las partes contratantes, de acuerdo con los respectivos plazos y tipos pactados, a intercambiar pagos parciales durante la vigencia del contrato o, sólo y más simplemente, a liquidar periódicamente, mediante compensación un saldo deudor o, viceversa, acreedor”. En sentido amplio CABA define el swap de tipos de interés como «un contrato por el que las dos partes (Banco y cliente), mediando o no intermediario, acuerdan intercambiarse mutuamente pagos periódicos de intereses en la misma moneda, y calculados sobre un mismo principal nominal teórico (que no es objeto de entrega) pero con tipos de referencia distintos —fijo contra variable o variable contra variable (en el caso más habitual, una de las partes paga los intereses a tipo variable en función del Euribor y Libor, mientras que la otra lo hace a un tipo fijo o bien variable pero en este caso referenciado a una base distinta)— durante un período de tiempo establecido. En esta modalidad de swap, no existen pagos recíprocos sino que las partes acuerdan compensar los saldos respectivos y que resulte perjudicado por la compensación, se obliga a pagar a la contraparte la cantidad que ésta arroje». CABA TENA, Antonio. *El contrato*...ob. cit., págs. 502-503 y 505.

modo, los jurisconsultos suelen reconducir las definiciones de swap de tipos de interés al IRS⁸⁰. Ello se debe a nuestro parecer a que la litigiosidad de los swaps se ha centrado principalmente en los swaps de tipos de interés, suscritos entre entidades de crédito y usuarios particulares, como cobertura de los préstamos hipotecarios suscritos con la entidad, y limitando con ello el muestreo de swaps al intercambio fijo-variable⁸¹.

⁸⁰ “A su vez, por lo que se refiere al concepto de swap (sea en general, sea en su modalidad específicamente referida a la permuta financiera de tipos de interés), en la jurisprudencia examinada se encuentran diversas definiciones pero, en términos generales y respecto de las modalidades básicas de la figura, suele definirse como un contrato por cuya virtud las partes acuerdan pagarse recíprocamente determinados intereses aplicados a una cifra nominal o nocional, asumiendo una parte un pago a un tipo variable y la otra un pago a un tipo fijo, produciéndose liquidaciones periódicas por compensación según lo que resulte para una y otra en función de la evolución real de los tipos de interés. De esta manera, resultará beneficiado quien haya optado por el tipo fijo si el tipo variable ha sido superior o, por el contrario, quien lo haya hecho por el variable si éste desciende por debajo del tipo fijo. A partir de esta estructura muy elemental, las estipulaciones contractuales van complicando y afinando la configuración concreta de cada producto en función de las finalidades pretendidas en cada caso.” MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 36. “Por medio de la permuta financiera, las partes intercambian flujos de caja asociados a dos créditos en la misma moneda, uno con interés fijo y el otro con interés variable”. JUAN GÓMEZ, Mateo. «Aproximación práctica a la figura del *interest rate swap* o permuta financiera de tipos de interés». En *Diario La Ley*, núm. 7581, Sección Doctrina, de 3 de marzo de 2011. Otras definiciones pueden verse en ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., págs. 63-64; VEGA VEGA, Antonio. *El contrato...* ob. cit., pág. 95; ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., págs. 192-197; SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros...* ob. cit., págs. 473-477; DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. «Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swaps* – IRS) no son intereses». En *Diario La Ley*, 2127/2010, nº 7387, 23 de abril de 2010, págs. 5-10. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). En *Derecho bancario y bursátil*. Madrid: Colex, 2012, págs. 653-654; NASARRE AZNAR, Sergio. *Malas prácticas...* ob. cit., págs. 2665-2737; RODRÍGUEZ SIERRA, Cristina. «Presentación de la Jurisprudencia al detalle. Swap: evolución jurisprudencial». En *Revista Sepin*, Mayo 2012. HENDERSON, Schuyler K. *Henderson on Derivatives*. Londres: LexisNexis, 2010, 2.ª ed., pág. 45; HUDSON, Alistair. *The Law of Financial Derivatives*. Londres: Sweet&Maxwell, 5.ª ed., 2012, págs. 1009 y 1010. JAMES, Simon. *The Law of Derivatives*. Nueva York: Informa Law, 2014, pág. 6.

⁸¹ Nos recuerda el Banco de España (Banco de España. *Memoria del Servicio de Reclamaciones*: 2010, p. 110), que “lo normal es que el cliente pague un tipo fijo y la entidad asuma el tipo variable al que está referenciado el préstamo, aunque ello por supuesto no reduce todas las categorías de IRS a una sola. Como pone de manifiesto el Banco Central Europeo (BCE) los swaps de tipos de interés más negociados y más líquidos son contratos con arreglo a los cuales las partes intercambian pagos a tipo de interés fijo por pagos a tipo variable basados en el LIBOR o en el EURIBOR, el tipo de interés al que una entidad de crédito importante está dispuesta a prestar fondos a corto plazo a otra entidad similar”. Publicaciones del BCE: Informe mensual sobre el programa de adquisiciones de bonos garantizados del Eurosistema: Enero 2010. Versión electrónica disponible en: <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/InformeCoveredBond/10/fic/coveredbonds-01-10.pdf>.

En términos económicos el *Dictionary of Banking Terms*⁸² viene a corroborar este concepto restringido, al definir el swap de intereses como *un acuerdo o contrato para intercambiar el pago de intereses calculados a tipo fijo por el pago de intereses calculados a tipo variable*⁸³. Igualmente, la Asociación Española de Banca Privada en términos jurídicos, ratifica dicho criterio restringido en su Contrato Marco de Operaciones Financieras de 2013⁸⁴ al definir la permuta financiera de tipos de interés como aquella *"operación (léase contrato) por la que las partes acuerdan intercambiarse entre sí pagos de cantidades resultantes de aplicar un tipo fijo y un tipo variable sobre un importe nominal y durante un periodo de duración acordado"*.

En todo caso, y haciéndonos eco de una acepción más amplia, consideramos de gran interés la Sentencia 25/2010, de 27 de enero, sección 5ª, de la Audiencia Provincial de Asturias⁸⁵, que pionera en la materia, ofrece un concepto esclarecedor de

⁸² FITCH, Thomas P. *Dictionary of Banking Terms*. Nueva York: Barron's Educational Series, 5ª ed., 2006, 698 p.

⁸³ Como señala la Sentencia de la Audiencia Provincial (SAP) de Huelva de 4 de junio de 2012, *"en muchas sentencias (de 26 de marzo del 2010 del Juzgado de Primera Instancia número 6 de Vigo 74/2010 de 18 de mayo del 2010, del número 1 de Orense, 276/2010, de 5 de noviembre, del número 11 de Bilbao, y de 18 de octubre del Juzgado número 6 de los Mercantil de Madrid, y de 18 de junio del 2010, de la Sección Primera de la Audiencia Provincial de Cáceres 486/2010 de 13 de octubre de la Sección 1ª de la de Pontevedra y 216/2011 de 20 de junio y 274/2011 de 22 de julio de la Sección Quinta de la de Baleares), se reproduce la definición sintética que del "swap" proporciona el "Dictionary of Banking Terms"*.

⁸⁴ CMOF, Anexo II, pág. 11 (noviembre de 2013).

⁸⁵ En el mismo sentido SAP de Madrid, secc. 10ª, 383/2013, de 9 de octubre de 2013, SSAAPP de Asturias, Secc. 4ª, 3/2013, de 8 de enero [RA 503/2012; ROJ: SAP O 46/2013]; Secc. 5ª, 10/2013, de 17 de enero [RA 568/2012; ROJ: SAP O 54/2013], 34/2013, de 22 de febrero [RA 60/2013; ROJ: SAP O 484/2013], 66/2013, de 5 de marzo [RA 67/2013; ROJ: SAP O 695/2013]; y Secc. 7ª, 78/2013, de 18 de febrero [RA 411/2012; ROJ: SAP O 507/2013]; Pontevedra, Secc. 1ª, 18/2013, de 11 de enero [RA 862/2012; ROJ: SAP PO 28/2013] y Secc. 6ª, 67/2013, de 4 de febrero [RA 3354/2011; ROJ: SAP PO 271/2013]; Madrid, Secc. 8ª, 6/2013, de 14 de enero [RA 145/2012; ROJ: SAP M 416/2013], Secc. 11ª, 67/2013, de 1 de febrero [RA 280/2012; ROJ: SAP M 1384/2013], Secc. 25ª, 53/2013, de 1 de febrero [RA 523/2012; ROJ: SAP M 1647/2013]; A Coruña, Secc. 4ª, 17/2013, de 21 de enero [RA 158/2012; ROJ: SAP C 141/2013] y 79/2013, de 5 de marzo [RA 45/2012; ROJ: SAP C 608/2013]; Valladolid, 16/2013, de 28 de enero [RA 317/2012; ROJ: SAP VA 113/2013]; Barcelona, Secc. 13ª, 55/2013, de 31 de enero [RA 43/2012; ROJ: SAP B 1211/2013]; Segovia, 12/2013, de 1 de febrero [RA 34/2013; ROJ: SAP SG 11/2013]; Illes Balears, Secc. 5ª, 42/2013, de 1 de febrero [RA 304/2012; ROJ: SAP IB 185/2013]; Murcia, Secc. 5ª, 74/2013, de 19 de febrero [RA 603/2012; ROJ: SAP MU 507/2013]; y La

este tipo contractual, señalando que *"... El contrato de permuta financiera, en su modalidad de tipos de interés, consiste en el acuerdo de intercambiar, sobre un capital nominal de referencia y no real (nacional), los importes resultantes de aplicar un coeficiente distinto para cada contratante, denominados tipos de interés (aunque no son tales, en sentido estricto pues no hay en realidad acuerdo de préstamo de capital), limitándose las partes contratantes a intercambiarse pagos parciales durante la vigencia del contrato, o solo, y más simplemente, a liquidar periódicamente mediante compensación tales intercambios resultando a favor de uno u otro contratante un saldo deudor o acreedor (...)"*⁸⁶.

En base a los criterios jurisprudenciales aludidos y a las definiciones usadas por los jurisconsultos, podemos *motu proprio* definir el swap de tipos de intereses, como el contrato por el que las partes acuerdan intercambiar flujos de intereses ligados a un importe nacional idéntico⁸⁷, pero tipos de referencia distintos, durante un periodo de tiempo establecido, y sin intercambio de nominal.

Rioja, 64/2013, de 22 de febrero [RA 47/2012; ROJ: SAP LO 76/2013] y 80/2013, de 6 de marzo [RA 91/2012; ROJ: SAP LO 128/2013]; de Palencia, 54/2013, de 5 de marzo [RA 10/2013; ROJ: SAP P 74/2013]".

⁸⁶ Igualmente queremos destacar la definición del swap proporcionada por la SAP de Salamanca, secc. 1ª 200/2013, de 17 de mayo como *"una transacción financiera en virtud de la cual dos agentes económicos acuerdan el intercambio de flujos de pagos en el tiempo, y, en concreto, tratándose de swap de interés, el intercambio sobre un capital nominal de referencia de los importes resultantes de aplicar un coeficiente distinto sobre dicho nominal, a un plazo determinado, y ello al objeto de posibilitar a las empresas la mejora de su financiación evitando en lo posible las pérdidas que puedan padecer por fluctuaciones de los tipos de interés, buscando un endeudamiento más favorable en función del previsible comportamiento del mercado de dinero."* En un sentido menos restrictivo, la SJMER Barcelona nº 4, de 28 de septiembre de 2009 (Sentencia del Juzgado de lo Mercantil JUR 2009,498275) viene a señalar que *"se trata de un contrato suscrito entre el banco y su cliente (el concursado), por el que ambas partes se obligan recíprocamente pagar la suma de dinero, resultante de aplicar un determinado tipo de interés diferente (fijo contra variable, variable contra variable) calculado sobre un determinado importe de capital. Este contrato es objeto de liquidaciones periódicas en función de las cuales el Banco o el cliente resultan acreedores o deudores"*. Aunque amplio, deja fuera el intercambio fijo contra fijo. Una definición más amplia puede consultarse en SJMER Barcelona nº 2, de 19 de noviembre de 2008 (JUR 2009/13127), idéntica a la contenida en SJMER Oviedo de 11 de noviembre de 2009; SAP Cáceres de 18 de junio de 2010, SAP de Ávila de 9 de septiembre de 2010; SAP de Pontevedra de 13 de octubre y 7 de abril de 2010; SAP de Asturias de 23 de julio de 2010.

⁸⁷ Hablamos de importe nacional y no de principal, porque no es preceptivo un endeudamiento previo.

Son pues de esencia a los contratos de swap de tipos de interés la existencia de un intercambio de flujos de caja asociados a dos créditos en la misma moneda (nacional), con diferentes bases (fijo-flotante o flotante-flotante), pero sin que se produzca el intercambio del nominal de las deudas, pues su uso se reconduce a servir de referencia para la liquidación⁸⁸. Este aspecto permite distinguir el swap de tipo de interés, de los swap de divisas que veremos posteriormente, pues en el swap de divisas se hace uso de dos monedas distintas, y las obligaciones de pago se refieren a los principales, mientras que en swap de intereses, dado que viene referenciado a una sola divisa, el importe del principal es puramente nominal o teórico, a efectos de concretar los montantes de los intereses a abonarse mutuamente.

3. Tipología de los swaps de tipos de interés

3.1. Principales criterios de clasificación del swap

Como preámbulo a este epígrafe, conviene subrayar que un swap, con carácter general, es un activo que supone un intercambio de flujos de caja, en función de una

⁸⁸ Vid. MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. «Mercado de Derivados Financieros: Swaps». En *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. Por lo que a la dinámica del swap de tipo de interés se refiere se trata de *“un instrumento financiero concertado con la finalidad de proteger al cliente, y por tanto, y en teoría, pretende estabilizar en la medida de lo posible los costes financieros; la mecánica del contrato consiste en el intercambio con la entidad financiera de cuotas de tipo de interés referencial que se debe aplicar sobre un importe nominal, de manera que, con la subida del tipo referencial, y por tanto, del incremento del coste financiero de las operaciones de pasivo del cliente, viene cubierto por el abono que le efectúa la entidad financiera, y en caso de bajada de tal tipo de interés, el cliente debe abonar aquello que no ha devengado en su coste financiero a la entidad bancaria, de modo que finalmente pueda el cliente disponer de una previsión de estabilidad de sus costes financieros”*. RODRÍGUEZ SIERRA, Cristina. «Presentación de la Jurisprudencia al detalle. Swap: evolución jurisprudencial». En *Revista Sepin*, Mayo 2012.

fórmula, que se sustenta en una o más variables subyacentes. No existe, por lo tanto confín que condicione el número de tipos de swaps que pueden concebirse⁸⁹.

Los swaps, pueden ser clasificados atendiendo a múltiples factores, entre ellos la duración del contrato, la estructura, la finalidad de contratación, los sujetos intervinientes, los mercados en los que se negocian, o el elemento subyacente.

Así, con respecto a su **duración**, las permutas financieras, pueden pactarse a corto plazo (*money market swap*), cuando su vencimiento es inferior a dos años (en el mercado europeo) o tres (en el mercado americano), o a largo plazo (*term swap*), en el supuesto de que su plazo de vencimiento sea superior a dos o tres años respectivamente.

Con relación a su **estructura**, las permutas financieras se clasifican en genéricas, cuando existe un compromiso de pago recíproco de flujos a tipo fijo por variable, y no genéricas, en los demás casos.

Por razón de la **finalidad** de contratación, se distingue entre las permutas celebradas con fines de cobertura, de especulación y de arbitraje.

Tomando como criterio los **sujetos intervinientes**, se distingue entre las permutas concertadas por entidades de financieras o de crédito, las concertadas por sujetos distintos y las mixtas, cuando sólo uno de los que intervienen en su celebración es una entidad financiera o de crédito.

Basándonos en el **mercado de negociación** de las permutas financieras, se distingue entre las permutas financieras negociadas en mercados secundarios organizados y las permutas financieras OTC.

⁸⁹ Vid en este sentido JAUREGUI, María de los Ángeles. *Tratado...ob. cit.*, pág. 181.

Por último, podemos clasificar los swaps en función del **elemento subyacente**, criterio que ha predominado a la hora de ofrecer una categorización de swaps, y que pasamos a estudiar.

3.2. En particular, tipología de los swaps según el elemento subyacente

A) *Swap de divisas (currency swap)*

Podemos conceptualizar el swap de divisas o *currency swap*, como el contrato por el que se acuerda el intercambio de determinadas cantidades de igual cuantía y/o los intereses, pero denominadas en monedas distintas, en una fecha concreta, a un tipo de cambio predeterminado al tiempo de ser concertada la operación o determinable en base a criterios objetivos en una fecha concreta, y de acuerdo con las condiciones pactadas⁹⁰.

Este tipo de contrato comporta normalmente el intercambio de principales al inicio y al final del contrato, de modo que ambas partes responderán del pago de los intereses recíprocos correspondientes al principal, y a la fecha de vencimiento los principales se retornarán al precio pactado.

El objetivo que se persigue con la contratación del swap de divisas, es un acceso más sencillo al mercado de una determinada moneda, eliminando los controles de cambio o posibles barreras de entrada, y reduciendo el coste de la operación al

⁹⁰ Se define el swap de divisas como “el contrato en cuya virtud dos partes acuerdan hacerse pagos recíprocos de dos divisas diferentes en un plazo o periodo determinado, de conformidad con un calendario de fechas concretas e importes respectivos”. CEA GARCÍA, José Luis. *Los contratos...* ob. cit., p. 97. Conviene recordar que se trata de “un acuerdo existente entre dos partes para intercambiar una cantidad dada de una moneda por otra o reembolsar estas monedas en el futuro, con intereses”. JALÓN PEÑA, Jaime; VICENTE GISBERT, Yuste. *Swaps en el mercado español*. Madrid: Bolsa de Valores Nacional, p. 6

lograr flujos de capitales en otra moneda con un coste más reducido del que se hubiera obtenido al usar sus propios recursos⁹¹. Además pueden ser realizados con fines de política monetaria con objetivos de ajuste, principalmente para regular la situación de liquidez en el mercado y controlar los tipos de interés.

El swap de divisas funciona de forma parecida al swaps de tasas de interés, con la diferencia de que los flujos de fondos objeto de intercambio se calculan sobre dos monedas diferentes⁹². Cada una de las partes pagará los intereses en la moneda que ha recibido, pudiendo el pago ser realizado en una tasa fija o variable.

Las diferentes modalidades de swaps de divisas, dependen de cómo se intercambien los principales y los tipos de interés asociados a cada divisa, si bien existen tres modalidades principales.

En su versión más sencilla (permuta fijo contra fijo, *plain vanilla currency swap*, o *fixed-for-fixed currency swap*) conlleva el intercambio de intereses fijos y de principal en dos monedas distintas⁹³. Las partes acuerdan realizarse pagos recíprocos sobre dos principales fijados en divisas diferentes, que generan intereses con arreglo a tipos fijos, pero no necesariamente iguales. El importe de ambas divisas, debe ser equivalente al tipo de cambio al contado, o lo que es igual, los principales de cada una de las partes,

⁹¹ Vid. MESÉN FIGUEROA, Vernor. «Los instrumentos financieros derivados: concepto, operación y algunas estrategias de negociación». En *Ciencias económicas*, vol. 26, nº 2, 2008, p. 251.

⁹² “La diferencia entre ambos contratos es que mientras en un contrato swap relativo a intereses no se intercambia un objeto sino determinadas medidas de mibor relativas a un tipo fijo o variable de tasa de interés, en los contratos swap de divisas, puede existir intercambio de cantidades iniciadas entre las partes (sin intervención de institución financiera) o bien no existir más que un intercambio de la obligación de cada parte de pagar a la contraria un la moneda recibida y la cantidad estipulada en el contrato swap (cuando interviene una institución financiera).” COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad...ob. cit.*, pág. 108.

⁹³ “En su forma más sencilla implica intercambios de pagos de principal e intereses de tipo fijo sobre un préstamo en una divisa, por pagos de principal e intereses de tipo fijo sobre otro préstamo, poco más o menos equivalente, en otra divisa”. HULL, John C. *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. México: Pearson, 2014, 8ª ed., p. 175.

han de ser iguales. Puede acordarse o no el intercambio inicial de principales⁹⁴, sin que suponga en ningún caso un préstamo de principales, pues se asumen obligaciones recíprocas de pago por las partes del interés del principal intercambiado⁹⁵, siendo especialmente útil como instrumento de cobertura del riesgo de cambio, y como protección ante cualquier barrera legal frente al libre movimiento de capitales, debido a que ambas partes deberán recibir principal e intereses en las divisas respectivas.

En segundo lugar, tenemos la permuta fijo contra variable, *cross currency swap* o *fixed-for-floating currency swap*, donde el pago de los intereses del principal de una de las divisas se calcula de acuerdo a un tipo variable, mientras que los pagos de la otra divisa se calculan en función a un tipo fijo. En dicha permuta, debe procederse al abono del principal al finalizar el contrato con arreglo al tipo prefijado.

Por último, la permuta variable contra variable, o *floating-for-floating currency swap*, en la que los pagos de los intereses de cada divisa se calculan sobre un tipo variable. Normalmente comporta la transferencia de principal al finalizar el contrato, de acuerdo con el tipo prefijado *ad initio*, aunque puede pactarse la supresión de dicha transferencia, en cuyo caso nos hallaremos ante la llamada permuta diferencial o *diff swap*. Supone el intercambio de principal en dos divisas distintas, en cantidades equivalentes, y de intereses a tipo variable.

No obstante, al igual que sucede como veremos, con los swaps de tipos de interés, las modalidades creadas en el mercado son mucho más amplias que las citadas, siendo en efecto las más conocidas las siguientes: el Swap Amortizable (*Amortizable Swap*); Swap de activos (*Asset based Swap*); *Cocktail Swap*, también llamado swap cruzado de intereses y divisas (*cross currency coupon swap*), combina

⁹⁴ Cuando dicha modalidad de permuta no conlleva un intercambio inicial de principales se asimila a los contratos LTFX (Long-Term Forward Foreign). CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO. Luis. «El contrato de swap o permuta financiera». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., p. 422.

⁹⁵ Cada contraparte, frente al mercado, continúa siendo titular de su deuda original.

un swap de divisas con uno de intereses⁹⁶; *Currency Option Swap*: se trata de una permuta financiera de divisas que sólo se origina, si se da una determinada circunstancia (opción); Swap de divisas de reversión (*Currency unwind Swap*); Swap directo de divisas (*Straight Currency Swap*); Swap en dos divisas distintas (*Dual Currency Swap*): en esta modalidad, el principal se expresa en una divisa, mientras los cupones se expresan en otra; Swap con vencimientos asimétricos: las fechas de liquidación en tales casos de los flujos de caja de un swap, puede que no sean iguales para cada una de las partes; Swap del principal: se producen ajustes periódicos del principal entre las partes, basados en tipos de cambio distintos⁹⁷.

B) Swap de materias primas (commodity swap)

Este SWAP aflora producto de la creciente inestabilidad de los mercados de materias primas, y del cual el petróleo es ejemplo paradigmático.

Con su contratación, se persigue la cobertura del riesgo asociado a una evolución desfavorable del precio de las materias primas, permitiendo que el empresario pueda establecer un precio fijo en fechas futuras para dichas mercaderías, abaratando los costes de financiación y aumentando su liquidez.

De este modo, el swap de materias primas supone un intercambio de flujos en efectivo (*cash flows*) calculados sobre la base de una materia prima, que no es objeto de intercambio.

Esto denota que el objeto en sí mismo del swap de materias primas no es la materia prima en sí, sino el riesgo inherente a la operación con materias primas, debido

⁹⁶ Supone pues el intercambio de pagos en diferentes divisas, basados en tipos de interés distintos.

⁹⁷ Para un estudio de las ventajas y limitaciones de los swaps de divisas vid. DÍEZ DE CASTRO, Luis T; MEDRANO, María Luisa. *Mercados financieros internacionales*. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 112 y ss.

a la fluctuación de precios, y que se traduce normalmente en un flujo a tipo fijo frente a un flujo a tipo variable calculado sobre el precio de mercado.

Es decir, en su variable más utilizada, una de las partes, sea el comprador o vendedor habitual del producto subyacente (materia prima de cuyo riesgo desea cubrirse), se compromete a abonar a la otra parte (intermediario financiero), unos flujos periódicos calculados a tipo fijo sobre una cantidad de materia prima notional, a cambio de otros flujos calculados a tipo variable (precio del mercado) sobre la misma u otra materia prima notional⁹⁸.

Este tipo de swap, permite la adopción de distintas modalidades en función de cuáles sean las materias primas empleadas, los precios fijos o variables, o incluso combinándose este swap con swaps de divisas o de tipos de interés en cualquiera de sus distintas modalidades.

Los pagos realizados son netos, de modo que la parte que debe pagar un precio mayor es la que realiza el pago siendo éste la diferencia entre lo que tenía que recibir y lo que debía abonar.

C) Swap de índices bursátiles (equity swap)

Este tipo de swap se erige en una alternativa a la inversión en bolsa⁹⁹, siendo un contrato por el que los contratantes acuerdan una transferencia recíproca de flujos

⁹⁸ ISDA define el *commodity swap* como “A commodity swap is a cash-settled agreement in which two parties agree to a series of cash flows based on an agreed (notional) quantity of a commodity. One party typically pays a fixed price for the notional quantity and the other a floating price. The major distinction between a forward and a swap is that a forward is an agreement on one exchange, while a swap is an agreement on a series of exchanges.”

⁹⁹ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos Estudios...* ob. cit. Para un ejemplo de alternativas de inversiones en Bolsa véase SÁNCHEZ GALÁN, José Ramón. «Alternativas de inversiones en Bolsa: los swaps sobre índices bursátiles». En *Revista Estrategia Financiera*, nº 247, pág. 48-53, febrero de 2008.

monetarios, y donde uno de los contratantes se compromete a abonar a la otra la rentabilidad promedio de un índice bursátil sobre una cantidad nocional o teórica, añadiéndose generalmente un diferencial fijo (por ser más volátil) y el otro se compromete a abonar el tipo de interés pactado (fijo o variable) durante el periodo determinado en el contrato, sobre la misma cantidad teórica o nocional¹⁰⁰.

Las características de un *equity swap* son similares a la de los “*interest rate swaps*” y “*commodity swaps*”, puesto que los principales son nocionales (nunca se intercambian) y una de las partes paga una tasa variable mientras la contraparte paga una tasa fija; la única diferencia estriba en la base sobre la cual se realizan los pagos, debido a que el *equity swap* se calcula sobre un portafolio de acciones.

Este tipo de swap busca hacer más fácil la gestión de carteras de inversión, pues persigue obtener los beneficios que supondría una inversión real en los valores del índice bursátil, pero sin asumir los costes derivados de la efectiva realización de dicha inversión¹⁰¹.

D) Swap macroeconómicos (macroeconomic swap)

¹⁰⁰ Los swaps indicados con la inflación, como todos los indicadores de expectativas de inflación basados en los mercados, pueden incluir una prima de riesgo de inflación para compensar a los inversores por los riesgos asociados a las expectativas de inflación durante el horizonte de las previsiones. La evidencia disponible para la zona del euro sugiere que esta prima aumenta en función del plazo de vencimiento, pero su importe y variabilidad siguen siendo muy limitados en los horizontes considerados.

Para más información véase las Publicaciones del BCE: Boletín Mensual: Febrero 2011. En <http://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesBCE/BoletinMensualBCE/11/Fich/bm1102.pdf>

¹⁰¹ Para un estudio más profundo de la materia vid. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. *Los derivados financieros equity...* ob. cit. págs. 109 y ss.

Esta clase de SWAP surge en el tráfico jurídico producto de un nuevo riesgo que se hizo palpable para empresas y entidades públicas ante el devenir de los ciclos económicos a finales del s. XX: el riesgo macroeconómico.

Ante la ineffectividad de otras estrategias en la gestión del riesgo macroeconómico, de un lado MARSHALL en 1991 y posteriormente BANSAL, HERBST y TUCKER en 1992, propusieron la creación de un nuevo tipo de SWAP, caracterizado por el hecho de que los flujos de caja se determinarían en función de un índice macroeconómico¹⁰².

El contraste entre esta modalidad de SWAP y el resto es brutal, pues frente a otros SWAPS que principalmente buscan mitigar un riesgo de mercado, el SWAP macroeconómico persigue cubrir un volumen de actividad¹⁰³.

E) Swaps de crédito (credit swap)

Junto al riesgo de mercado, existen otras fuentes de riesgo para los operadores de mercados financieros, no privativas del mercado financiero, sino de la contratación en general. Nos referimos al riesgo de crédito (*credit risk*)¹⁰⁴. El origen de estos

¹⁰² MARSHALL, John F. KAPNER, KENNETH R. *The Swaps...*ob. cit., págs. 232 y 233.

¹⁰³ Véase al respecto TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones...*ob. cit., pág. 140.

¹⁰⁴ La importancia de encontrar fórmulas paliativas del riesgo de crédito resulta de especial trascendencia para las entidades de crédito y por extensión para las entidades financieras, considerando la trascendencia que la insolvencia de dichas entidades puede acarrear. Dicho pormenor exige la implantación de ciertos coeficientes a dichas entidades en el ejercicio de sus actividades con terceros, dentro de los que por su importancia despunta el coeficiente de insolvencia que regula nuestra Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito y el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014. La ley complementa al Reglamento (UE) n.º 575/2013 con respecto a la adecuación del capital de las entidades de crédito. De este modo se exige a las entidades la implementación de los trámites pertinentes para acometer una autoevaluación del capital apto para los riesgos a los que estén o puedan estar expuestas, en consideración a su modelo de negocio y nivel de exposición al riesgo. Adicionalmente, las entidades

productos derivados crediticios se remonta al año 1993¹⁰⁵. Su tipología distingue dos modalidades principales: los *credit default swap* o swaps de incumplimiento de crédito y los *credit swaps* que pueden erigirse en auténticas permutas de derechos de crédito.

Los swaps de crédito se conciben como productos que persiguen paliar el riesgo de crédito a través de la diversificación, erigiéndose pues en una modalidad de los *credit derivatives*¹⁰⁶, y del cual el *credit default swap* es paradigma.

Tradicionalmente se mencionan las siguientes categorías:

- *Loan Portfolio Swap (LPS)*. Bajo esta modalidad, dos entidades se intercambian todos los flujos de caja correspondiente a dos carteras de préstamos, de igual vencimiento e importe, pertenecientes a sectores económicos, grupos o áreas diversos y con reducida o nula corrección entre sus tasas de morosidad.
- *Total Return Swap (TRS)*. Se define como un contrato bilateral por el que un comprador (*protection buyer*) abona al vendedor (*protection seller*) las ganancias totales (*total return*) de determinado activo¹⁰⁷, a cambio del pago periódico de una cuota (fija o variable) por parte del vendedor¹⁰⁸.

deberán contar con unos colchones de capital de nivel 1 ordinario, establecidos, en su mayoría, en función de las características de la entidad.

¹⁰⁵ PARKER, Edmund. *Credit Derivatives. Documenting and Understanding Credit Derivative Products*. Londres: Globe Law and Business, 2007 558 p. El *British Banker's Association* en su informe de 2006 elabora un listado de los *credit derivatives* más importantes: index trades, single name credit default swaps, synthetic CDOs, credit linked notes, basket products, credit spread options, CPPI, recovery swaps, swaptions y constant maturity swaps.

¹⁰⁶ De acuerdo con la ISDA (*International Swaps and Dealer Association*), un *credit derivative* es un acuerdo negociado de manera privada, que traspasa explícitamente el riesgo de una parte a la otra: "A *credit derivative is a privately negotiated agreement that explicitly shifts credit risk from one party to the other.*" Véase DOUGLAS, Rohan. *Credit Derivative Strategies: New Thinking on Managing Risk and Return*. Bloomberg Press, 2007, 288 p. Para un estudio de los pormenores de esta figura vid. PARKER, Edmund. *Credit Derivatives*...ob. cit., págs. 371-409.

¹⁰⁷ Si bien el activo de referencia es generalmente un bono o un préstamo, pueden usarse igualmente índices, contratos de alquiler, acciones, *commodities*, etc., siendo esencial que su precio sea determinable de forma objetiva. El vendedor del riesgo crediticio retiene el activo, recibiendo un retorno, que fluctúa a medida que se modifica el riesgo crediticio, pagando unas tasas sobre un activo de

Para que dichos contratos puedan ser calificados como swaps, es necesario que exista una doble corriente de flujos de caja¹⁰⁹.

Por su parte los CDS¹¹⁰ –*credit default swaps*-, permutas de incumplimiento de crédito o según la terminología usada en el ámbito de la Unión Europea “permutas de cobertura por impago” son instrumentos derivados que proporcionan cobertura contra el riesgo de incumplimiento del emisor de un bono o deuda¹¹¹. Mediante este instrumento el comprador de la protección –“*protection buyer*”- obtiene el derecho a vender una deuda por su valor nominal a cambio del pago de una prima fija periódica, y el vendedor de la protección –“*protection seller*”- acuerda comprar dicha deuda para el caso de que se produzca un suceso –“*credit event*”-, hecho que puede ser la insolvencia o el incumplimiento de la obligación respecto de una compañía determinada –“*reference entity*”- y de una deuda también determinada –“*reference obligation*”-.

referencia. El *protection buyer* procederá a la entrega del activo subyacente o abonará la suma obtenida en concepto de liquidación o el valor del activo (si no hubiera vencido este), al vencer el swap, o en el caso de que se dé una situación de insolvencia. El *protection seller* abonará al comprador, el precio de referencia sobre el valor nominal del activo subyacente.

¹⁰⁸ ISDA por su parte establece el siguiente concepto: “A *total return swap* is an agreement in which one party (*total return payer*) transfers the total economic performance of a reference obligation to the other party (*total return receiver*). Total economic performance includes income from interest and fees, gains or losses from market movements, and credit losses. (ISDA)”

¹⁰⁹ Este rasgo no concurre a propósito de los digital swaps “al resolverse las obligaciones del *protection seller* en un único pago” (ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...ob. cit.*, p. 70) siendo además aleatorio en los términos del art. 1790 C.c., y próximo a la figura del seguro. En el Digital Swap, el *protection seller* recibe un pago fijo periódico, procediendo al pago de la cifra convenida en el contrato al concurrir la situación de insolvencia. A diferencia del TRS, los pagos periódicos a cargo del *protection buyer*, no son equivalentes a los del activo subyacente.

¹¹⁰ Para un estudio de los pormenores de esta figura vid. PARKER, Edmund. *Credit Derivatives...ob. cit.*, págs. 371-409.

¹¹¹ Siguiendo el marco de la Unión Europea, se conceptúa el CDS como “un contrato derivado por el cual una parte paga a otra una prima a cambio de un pago u otra prestación en caso de que se produzca un evento de crédito ligado a la entidad de referencia, o cualquier otro incumplimiento en relación con dicho contrato derivado que tenga un efecto económico similar”. Reglamento (UE) nº 236/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de marzo de 2012, sobre las ventas en corto y determinados aspectos de las permutas de cobertura por impago.

El origen de esta figura se sitúa en el ámbito jurídico en el año 1990, ante las millonarias indemnizaciones a que tuvieron que hacer frente las aseguradoras de las grandes compañías petroleras por el vertido del petrolero Exxon Valdez en 1989, al verse en la necesidad de contar con una figura que las cubriera de los riesgos inherentes a su actividad¹¹².

Su desarrollo fue fugaz, al ser fácil su negociación y ante la carencia de una regulación, si bien restringido a sectores que conllevaban grandes inversiones¹¹³. Y su generalización se produjo a principios del siglo XXI, al ampliar su ámbito de aseguramiento a paquetes de referencia crediticia (CDO) y bonos de deuda soberana. La crisis¹¹⁴ que supuso el escándalo en el año 2008 de las *hipotecas subprime*¹¹⁵ destaca el potencial riesgo de las transacciones con CDS y pone de relieve la

¹¹² Vid. OELLERMANN, Charles; DOUGLAS, Mark G. «The Year in Bankruptcy: 2010». En *United States Law Articles in English*, 2011, 81 p.

¹¹³ Las estadísticas hablan de cifras que en 2007 alcanzan la suma de 45,5 billones de dólares (casi todo el PIB mundial) y en 2008 marca su nivel histórico al llegar a la suma de 65 billones (es decir, 1,35 veces la producción económica mundial).

¹¹⁴ El marco de la crisis se halla en la proliferación de las llamadas hipotecas basura o de alto riesgo (*subprime mortgages*), que no son sino créditos hipotecarios otorgados a personas con una historia crediticia dudable o carentes de ingresos suficientes para obtener financiación. En contra de las prácticas acostumbradas, dichas hipotecas, que normalmente deben ser concedidas por bancos comerciales que asumirían el riesgo de tales créditos, se agrupan en aras a disminuir el riesgo de impago en valores respaldados por hipotecas residenciales o *residential mortgage backed securities (RMBS)*. Dentro de los RMBS, nos encontramos con las famosas obligaciones de deuda garantizadas o CDOs (*collateralized debt obligations*), que vienen a ser hipotecas de alto riesgo, organizadas de modo que los riesgos se hayan muy difuminados, en función de ciertos modelos matemáticos. Muchas hipotecas combinadas, aunque fueran tóxicas, unidas a estimaciones a la baja de la posibilidad de impagos encadenados, al uso de dichos modelos matemáticos, y a la colaboración ineludible de las agencias de calificación, dieron lugar a productos financieros, que fueron vendidos como seguros a clientes de muchos perfiles, sin considerar su perfil de riesgo. No obstante los inversores más duchos y desconfiados desarrollaron otros instrumentos para asegurarlos, a través de las permutas de riesgo crediticio o *credit default swaps* (CDSs).

¹¹⁵ «En agosto de 2007 estalló, en Estados Unidos, la burbuja vinculada a la financiación de la compra de viviendas: la burbuja subprime. La crisis económica y financiera actual tiene una de sus raíces y detonante en el segmento de peor calidad crediticia denominado subprime, pero es el resultado de una burbuja más amplia: la burbuja de la deuda». VILARIÑO, Ángel. «Formación de burbujas financieras y crisis: de la crisis del Nasdaq a la crisis de la hipotecas subprime». En *Papeles de Europa*, núm. 19, 2009.

necesidad de un mayor control y de transparencia del mercado¹¹⁶. Así, cuando estalló la burbuja inmobiliaria, generalizándose los impagos y generando que muchas corporaciones financieras carecieran de capital para hacer frente a los seguros y derivados financieros que habían vendido, aquellos que habían apostado a través de CDS en contra del sistema de hipotecas en EE.UU., y ganando con ello fortunas, vieron la posibilidad de utilizar el mismo instrumento en contra de la deuda soberana de países de la zona euro¹¹⁷.

¹¹⁶ MADRID PARRA, Agustín. Respuestas...ob. cit. págs. 13-105. ARRUÑADA, Benito. «La reforma de la responsabilidad hipotecaria». En *Revista crítica de derecho Inmobiliario*, núm. 735, 2013, págs. 37-67. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Sobre la regulación internacional del mercado financiero tras la crisis subprime». En *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 93, 2008, págs. 83-105. Igualmente al no quedar referenciada la compra o venta de posiciones sobre un activo financiero del que no se ostenta la titularidad, se potencia la especulación por montos que pueden sobrepasar en cantidades exorbitantes el valor del activo de referencia. Gracias a los CDS pudieron realizarse apuestas especulativas en el orden de miles de millones de dólares sobre hipotecas evaluadas en millones de dólares. Esto es, los CDS permitieron expandir de forma exponencial la especulación sobre dichas hipotecas y en última instancia las pérdidas que se derivaron de la caída en el valor de estas. Si bien hubo voces de alarma sobre la peligrosidad de estos productos de ingeniería financiera, el clima político favoreció su proliferación y expansión y siguieron funcionando mientras el valor de las hipotecas de alto riesgo que les servía de base subía de forma irreal. *“Así, por ejemplo, ante las advertencias el presidente de la Reserva Federal de los EEUU, Alan Greenspan, argumentaba que los derivados eran simplemente productos negociados por profesionales que no precisaban regulación alguna. Y es muy significativo el episodio de los trece banqueros. Brooksley Born, presidenta de la Commodity Futures Trading Commission, agencia federal encargada de la regulación del mercado de futuros, estaba trabajando en la regulación de los productos derivados cuando recibió una llamada de Larry Summers, a la sazón secretario del Tesoro, que le comunicó abiertamente que ese momento tenía trece banqueros en su despacho y que el proyecto de regulación debía ser interrumpido inmediatamente.”* PARELLADA, Ricardo. «El principio de precaución y las oportunidades políticas perdidas». En *Dilemata*, ISSN-e 1989-7022, Nº. 11, 2013 (Ejemplar dedicado a: Riesgos, cautelas y el principio de precaución), págs. 127-137; JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. Random House: New York, 2010, p. 6. No

¹¹⁷ *“Un caso útil para comprender como operan y cuáles son los problemas que crean los CDS en el mundo de la deuda soberana, es la evolución de dichos instrumentos referenciados a la deuda pública de Grecia. Tras la implosión de Wall Street en Septiembre del 2008, se produjo un inusitado crecimiento en las posiciones netas de CDS sobre deuda pública griega, las cuales en el 2009 se incrementaron en más de 2 mil millones de dólares, o más de 35%. Es importante resaltar que en este periodo se mencionaba de forma recurrente la capacidad del euro de mantener protegidos a sus miembros más débiles de ataques especulativos. Por ende el costo de comprar protección en la forma de CDS sobre un default de Grecia era relativamente bajo con un precio de 10 puntos básicos. En lenguaje simple esto significa que para comprar protección sobre 100 millones de euros en deuda pública de Grecia era necesario pagar 10 millones de euros a lo largo de la duración del contrato. Debido a que la mayoría de los contratos de CDS tienen una duración de 5 años, esto implicaba un costo anual de 2 millones de euros para mantener el CDS. De esta forma las entidades que entraron al mercado en dicho momento*

La singularidad que presentan los CDS, es la de poder asegurar productos, sean o no poseedores de ellos sus tenedores, suscitando un clima de especulación en el cual algunas compañías vendían dichos productos a sus clientes a la par que compraban derivados que apostaban de forma explícita por su quiebra. Y es que el hecho de que los inversores puedan asegurar el riesgo de sus operaciones, no obsta a la viabilidad de un uso especulativo de los CDS, siendo factible que éstos compren v.gr. paquetes de deuda soberana y al mismo tiempo contraten CDS ante el posible fracaso de la operación, asegurándose de esta forma una ganancia de forma natural, al concluir la inversión con éxito y también en caso de que el negocio fracasase (al cobrar el seguro de incumplimiento a cambio del pago de la prima de riesgo). Este uso acarrea un aumento de la prima de riesgo, elevándose la tasa de interés de los rendimientos de la deuda soberana. De este modo, un CDS se articula como un “seguro” sobre un instrumento financiero que sin estar sujeto a las restricciones propias de dicho contrato permite eludir las restricciones peculiares del seguro tradicional y hacer opaco su marco jurídico¹¹⁸.

realizaron una apuesta en la cual si Grecia mantenía los pagos sobre su deuda pública en el periodo 2009-2014 podían perder un máximo de 10 millones de dólares, equivalente al costo de aseguramiento. Si por el contrario Grecia caía en default o reestructuraba su deuda podían llegar a ganar un máximo de 100 millones de dólares, el pago de la póliza del CDS, para un beneficio de 1000% sobre el riesgo asumido.” Y así “En la medida en que se hizo evidente que el default era cuestión de tiempo, las instituciones que vendieron inicialmente sobre CDS buscaron formas de vender este riesgo a una tercera parte o directamente llegar a un acuerdo con el comprador inicial del CDS para terminar el contrato con un pago en efectivo, reduciendo así los montos máximos a ser pagados en caso de default.” MUNEVAR, Daniel. CDS sobre Deuda Soberana: ¿Qué son y cómo funcionan? El Ejemplo de Grecia. Disponible en versión electrónica en <http://cadtm.org/CDS-sobre-Deuda-Soberana-Que-son-y>.

¹¹⁸ Resulta ilustrativo al efecto el ejemplo que cita Daniel Munevar (CDS sobre Deuda Soberana: Que son y cómo funcionan? El Ejemplo de Grecia disponible en versión electrónica en <http://cadtm.org/CDS-sobre-Deuda-Soberana-Que-son-y>): “Como en el caso de los seguros, la entidad que busca la protección sobre un activo (un crédito o bono) se compromete a hacer pagos regulares a cambio de protección por parte de la aseguradora en caso de default. Sin embargo existe una diferencia clave con los seguros tradicionales. Para obtener un seguro tradicional, es necesario ser el propietario del activo sobre el cual se adquiere la protección. Por ejemplo, una persona puede adquirir un seguro sobre un automóvil o vivienda que sean de su propiedad, pero no puede hacer lo mismo sobre el auto o vivienda de su vecino. La razón detrás de este impedimento tiene que ver con la creación de incentivos perversos para la destrucción de propiedad ajena. Si fuera posible para una persona adquirir seguros sobre la propiedad de otras personas, en este caso de su vecino, estaría en su interés incendiar el carro o vivienda de este para así obtener la compensación monetaria entregada por la compañía de seguros. Un resultado de

En este sentido es crucial recordar¹¹⁹ que los derivados, y en concreto los CDS, no fueron en sí mismos los causantes de la crisis, sino “*correa de transmisión de estos riesgos*”, lo que no obsta a que sean necesarias las medidas pertinentes para acabar con la situación de abuso que ciertos sectores han hecho de dichos instrumentos, en particular, porque siendo conocedores de las lagunas de los mercados financieros, pueden usar dichas lagunas con consecuencias fatales para la economía.

Dos son los tipos de CDS más destacados: los denominados CDS básicos o de cobertura y los CDS en descubierto o especulativos. Dichos contratos tienen finalidades diversas, lo que implica un perfil de negociación dispar que influye en el estudio de su régimen jurídico.

Los CDS básicos tienen como objeto asegurar el riesgo de impago de una inversión. La cobertura de dicho riesgo se articula a través de un contrato de SWAP sobre un instrumento de crédito (generalmente un préstamo o un bono), donde el comprador del CDS realiza una serie de pagos periódicos (o *spread*) al vendedor a cambio de que éste le abone una suma para el caso de que el título del activo subyacente no sea pagado a su vencimiento. De este modo, este contrato puede ser usado por los bancos como gestión del riesgo que implica el impago de un crédito concedido a un cliente. También puede ser usado para diversificar riesgos o incluso

este tipo sería claramente indeseable tanto desde el punto de vista individual como social. Tal impedimento no existe en el caso de los CDS.” Igualmente al no quedar referenciada la compra o venta de posiciones sobre un activo financiero del que no se ostenta la titularidad, se potencia la especulación por montos que pueden sobrepasar en cantidades exorbitantes el valor del activo de referencia. Gracias a los CDS pudieron realizarse apuestas especulativas en el orden de miles de millones de dólares sobre hipotecas evaluadas en millones de dólares. Esto es, los CDS permitieron expandir de forma exponencial la especulación sobre dichas hipotecas y en última instancia las pérdidas que se derivaron de la caída en el valor de estas.

¹¹⁹ El origen de la crisis se basa en “*una política monetaria laxa de exceso de liquidez y bajos tipos de interés*” y aunque “*la reacción normativa parece haber centrado su atención hacia la restricción en la contratación de instrumentos que no se encuentran en el verdadero origen de la crisis, como los derivados o los hedge funds*”, ello no obsta a señalar que “*las mejoras deberían haberse centrado en la mejora de la supervisión macroprudencial y microprudencial, los requisitos de solvencia y liquidez de las entidades financieras y los modelos de gestión de riesgo.*” Así DÍAZ RUIZ, Emilio; RUIZ BACHS, Salvador. *Derivados...*ob. cit., p.245.

liberar capital¹²⁰. Esta función puede ser utilizada no solo por los bancos en su condición de prestamistas sino también por todo inversor, o lo que es igual, tenedores de bonos corporativos (bancos, compañías de seguros, fondos de pensiones...).

Los CDS en descubierto (“naked”) o especulativos. Son dos las vías que permiten a los inversores especular: bien con referencia a determinados subyacentes, o bien con referencia a la calidad crediticia de una entidad cualquiera. Dichas operaciones especulativas son factibles en la medida en que se actúa en descubierto, esto es, el subscriptor del contrato de CDS no posee ninguno de los títulos que desea asegurar, de modo que no persigue una cobertura de su riesgo, sino especular sobre la evolución de los subyacentes que se usan como referencia o sobre la calidad crediticia de una entidad emisora. Dada su funcionalidad, esta modalidad de CDS ha supuesto múltiples debates en torno a su necesaria regulación o incluso prohibición, además de que la posibilidad de contratar sin la posesión del subyacente, hace infinitos los posibles contratos de cobertura que sobre tales subyacentes pueden contratarse.

3.3. Exordio de las principales clases de Swaps de tipos de interés

Resulta del todo imposible exponer con carácter exhaustivo todas las modalidades de swaps de tipos de interés existentes en el tráfico jurídico, habida cuenta que se admiten variaciones en su esquema contractual e incluso combinaciones con otros instrumentos financieros de infinita concreción.

Ello no obsta, a que hagamos una pequeña referencia a aquellas variaciones que han gozado de mayor divulgación.

¹²⁰ “Al descargar el riesgo de un crédito concreto, el banco no estará obligado a tener tanto capital de reserva contra el riesgo de impago (tradicionalmente el 8% del total de préstamos en Basilea I). Esto libera recursos que el banco puede utilizar para hacer préstamos a otros clientes.” GALÁN LÓPEZ, Carmen. «Los “credit default swaps” (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico» En *eprints.ucm.es*, 2012/57, junio de 2012, p. 7.

Son dos las modalidades básicas de swaps de tipos de interés, que respectivamente pueden reputarse como genérica y no genérica: el *plain vanilla swap* y el *basis swap*¹²¹.

A) Modalidades básicas de los swaps de tipos de interés

a) Plain vanilla swap

Los swaps fijo contra variable (*fixed to floating interest rate swap*), también llamados "*coupon swap*" "IRS" o "*plain vanilla*" son aquellos donde se procede al intercambio de un flujo a tipo fijo a cambio de otro a tipo variable¹²². Dicha

¹²¹ URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: La ley, 1ª ed., 2007, págs. 507 y ss. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados*...ob. cit., págs. 488 y ss. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato*...ob. cit., págs. 95 y ss. FLAVELL, Richard R. *Swaps and Other Derivatives*. Chichester: John Wiley & Sons, 2012, 2ª ed., págs. 33 y ss. EALES, Brian; CHOUDHRY, Moorad. *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2003, págs. 83 y ss.

¹²² VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato*...ob. cit., págs. 95, indica que "es una operación en la que los usuarios finales convienen en liquidar por diferencias el resultado de que sobre el principal teórico, llamado nocional, uno pague al otro intereses calculados de acuerdo con un tipo variable, y a su vez cobre de la contraparte los intereses calculados a un tipo fijo". LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper. SOLER, José Antonio. *Swaps*...ob. cit., pág. 35, indica que "un IRS fijo contra variable es aquel según el cual una parte (pagador-fijo) paga una corriente de flujos calculados en base a un tipo fijo a cambio de recibir de la otra parte (pagador-variable) una corriente de flujos calculados en función de la evolución de un tipo variable de referencia". Por su parte JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit., describe una ejemplarización para facilitar la comprensión de esta figura: "Pensemos en el supuesto de que el cliente de una determinada entidad financiera decide concertar este producto (nos ceñiremos a su dinámica sin detenernos en los ánimos que asisten a los contratantes), en fecha de 2 de noviembre de 2010, estando el Euribor (a doce meses), en un valor de 1,54%, esto es, en mínimos históricos y con un comportamiento alcista. Las partes pactan un importe nocional y ficticio, 1.000.000 €, y una duración de tres (3) años, con liquidaciones anuales. El tipo fijo a pagar por el cliente en cada una de las liquidaciones periódicas, será el 2,39%, mientras que la entidad financiera se compromete al pago del interés variable del índice Euribor, en su tipo fijado dos días antes de la liquidación. De esta suerte, si alcanzada la fecha de la primera liquidación —2 de noviembre de 2011—, el Euribor se encuentra situado en un valor de 2,75%, la entidad financiera deberá satisfacer al cliente el diferencial de 0,26%, calculado sobre el importe nocional de 1.000.000 €, lo que equivaldría a 2.600 €. Si, por el contrario, el tipo de interés hubiera permanecido inalterable o, pongamos, hubiera subido, tan

denominación (“*plain vanilla*”) nace de ser históricamente la primera permuta de tipos de interés en el mercado de swaps y tratarse de la modalidad más simple. Entre los rasgos más destacables de este tipo de swap podemos señalar los siguientes: el principal nocional debe permanecer invariable durante el desenvolvimiento del swap y quedar referenciado a una misma moneda; el tipo de interés fijo es igualmente constante durante toda la vida del swap; el tipo de interés variable no adhiere ningún margen (*flat*), determinándose por adelantado antes de cada periodo y abonándose al final; los pagos periódicos se verifican con regularidad, esto es, con la misma frecuencia, aunque no necesariamente tienen que ser simultáneos; la entrada en vigor del swap, no se difiere; y no origina derechos especiales para ninguna de las partes contratantes, ni conlleva riesgos adicionales.

Por lo que respecta a la mecánica de esta figura, un asunto que queremos tratar brevemente, pues será objeto de estudio en el capítulo II, es el hecho de que en los IRS no existe necesariamente liquidación por diferencias, aunque sea lo más habitual. De este modo, al estipularse que una parte asuma un flujo de pagos calculado por medio de la aplicación de un tipo fijo sobre el principal nocional, en unas fechas de pago concretas y por el periodo que media entre la fecha de pago precedente y presente, como contraprestación, la otra parte asume un flujo de pagos calculado sobre un tipo variable que generalmente se fija al inicio de cada periodo de cálculo. Puesto que las fechas de pago coinciden habitualmente para ambas partes, y se denominan en la misma moneda, lo normal es que el IRS se liquide por diferencias¹²³. Dicha circunstancia constituye un supuesto de *payment netting*, o en su caso de *netting by*

solo hasta el 1,95%, el cliente debería satisfacer a la entidad financiera el diferencial de 0,44% sobre el importe nocional pactado, lo que se traduciría en 4.400 €”.

¹²³ “Normally neither party will in fact pay the sums which it has agreed to pay over the period of the swap, but instead will make a settlement on a ‘net payment basis’ under which the party owing the greater amount simply pays the difference between the two amounts to the other. A notional principal amount is agreed only for the purpose of calculating payments. No exchange of the principal amount takes place between the parties.” ROBERTS, Graham. *Law Relating to International Banking*. Abington: Woodhead, 1998, pág. 146.

novation, figuras que examinaremos en el Capítulo V¹²⁴. Pero dicha consecuencia es puramente operacional, no jurídica, al darse las condiciones prescritas en el propio contrato marco, que resuelve la compensación de los pagos en la misma moneda que las partes se intercambien en una misma fecha y en virtud de una única operación, sin ser una cuestión específicamente pactada en el propio IRS¹²⁵. Dicha cuestión tiene una gran importancia, pues tal como veremos en el Capítulo II, a través del análisis de la dinámica del IRS se puede intuir la existencia de un vínculo casual entre los pagos de cada una de las partes, siendo la eventual compensación puramente instrumental. Ello conlleva la afirmación a nuestro juicio de la existencia de un sinalagma en el IRS, más allá de la negación por parte del Supremo de la existencia de un sinalagma funcional en esta figura.

Una modalidad de los *coupon swaps* son los swaps cupón cero (*zero coupon Swap*). En tales casos los pagos de tipo variable se verifican periódicamente a lo largo de la vida del swap, pero el pago a tipo fijo se difiere al vencimiento del mismo, siguiendo la lógica del tipo de obligación subyacente usada, los bonos cupón cero. La compensación en tales supuestos se descarta por la propia dinámica de este tipo contractual.

¹²⁴ “Es por ello que el pago de la diferencia es más consecuencia de la aplicación del régimen normativo de la compensación legal, cuando se cumplan en su integridad los requisitos exigidos para la compensación por el Código Civil, o convencional, en función de los términos y condiciones previstos en el contrato, que de la esencia misma del negocio jurídico, argumento cuyo ámbito de aplicación no se limita a los contratos de permuta de tipos de interés, sino que se extiende a cualquier otra modalidad de instrumento financiero subyacente”. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., págs. 489-490.

¹²⁵ “En efecto, los sistemas automáticos de gestión de las entidades de crédito no suelen estar preparados para relacionar los pagos o intercambios surgidos de una multiplicidad de operaciones que se liquiden en una misma fecha. Por ello se impide la compensación legal, al ser considerada su gestión un verdadero quebradero de cabeza. En la práctica se trata de una vía de reducción del riesgo de crédito, así como del riesgo operativo, pues de este modo las incidencias que afecten a los pagos se limitarán a la liquidación de la diferencia”. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. *La caracterización...* ob. cit.

b) Basis swaps

Por su parte, los swaps variable contra variable, “*floating to floating interest rate swap*”, o “*basis swaps*”, son aquellos donde se intercambian dos flujos de intereses calculados a tipo variable, pero referenciados a bases distintas, como por ejemplo, el Euribor a un año contra el Euribor a 3 meses. En dicho ejemplo, la compensación sólo será viable a propósito del pago anual único y uno de los pagos trimestrales, siempre y cuando los intercambios se denominen en la misma moneda.

c) Overnight Indexed Swap

Huelga decir que, otra de las clases de swaps de tipos de interés que más beneplácito está obteniendo últimamente, es la conocida como permuta financiera de tipos de interés día a día, permuta de índice de final de sesión, *Call Money Swap* u *Overnight Indexed Swap*, modalidad de swap de tipos de interés fijo contra variable, donde se procede a una capitalización diaria y por referencia al tipo de interés a un día, del mercado interbancario, de los importes a satisfacer por el pagador del tipo variable¹²⁶.

B) Principales modalidades de los tipos básicos de swaps

¹²⁶ Huelga decir que se trata de un tipo de swap que generalmente emplean los grandes bancos para prestarse y pedir prestado unos a otros en un mercado overnight. Alguno de los tipos usados en los OIS son los Fondos Fed (US Federal Reserve overnight rate), EONIA (euro overnight index average), SONIA (sterling overnight index average) y el MUTAN (Japanese uncollateralised overnight call rate). GREGORY, Jon. *The Xva Challenge: Counterparty Credit Risk, Funding, Collateral and Capital*. 3ª ed. UK: Wiley, 2015, págs. 292 y ss. Vid. también HULL, John C. *Risk Management and Financial Institutions*. 4ª ed., New Jersey: John Wiley & Sons, 2015, págs. 180 y ss.

Por último resta reseñar que las citadas categorías de swaps de tipos de interés son sólo una simple muestra, existiendo formas híbridas e innovaciones múltiples de los modelos expuestos¹²⁷.

Siendo así, una primera vía de innovación, se basa en la alteración de los elementos estructurales del swap, de las modalidades arquetípicas que hemos estudiado¹²⁸.

Es factible pues la introducción de alteraciones en el principal del swap¹²⁹, en la cotización¹³⁰, en el importe nominal¹³¹, o los plazos contractuales¹³².

La segunda vía de innovación, se da de la interacción del swap con otros instrumentos financieros.

¹²⁷ Se trata de swaps que modifican el esquema tradicional de los *coupon swaps* y *basis swaps*.

¹²⁸ Para un estudio pormenorizado de las variaciones de swaps véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs.71-78.

¹²⁹ Si bien no es una modalidad de swap de tipos de interés, es de interés aludir a los *coupon-only*, que se erige como una modalidad del swap de divisas, que no conlleva intercambio de principales al vencimiento.

¹³⁰ *Off-market swap*, figura por la cual una de las partes efectúa un único pago al inicio, a lo largo o al finalizar el contrato, en vez de pagos periódicos. Una modalidad muy utilizada es el *zero-coupon swap*. Otras modalidades, como los *premium/discount swaps*, *deferred coupon swap*, *deferred-rate-setting swaps* o *spreadlock swaps*, son enunciadas por TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones...*ob. cit., págs. 95-96 y COOPERS & LIBRAND. *Swaps and Financial Engineering: A Self-Study Guide to Mastering and Applying Swaps and Financial Engineering (Probus Professional Workbook Series O)*. Florida: Probus Pub. Co., 1992, 128 p. Por su parte destacar la variante “*in arrears*”, también llamado *back-set swap*, que establece la fijación del tipo de interés variable al finalizar el periodo de duración del contrato, coincidiendo con la liquidación, en lugar de al inicio, como es la regla habitual (*in advance*).

¹³¹ Si bien el nominal suele ser constante, se puede pactar su variabilidad: a) *Amortizing swaps*: el principal nominal, decrece durante el contrato. b) *Step-down swaps*: similar al anterior, pero con la amortización del principal en tramos prefijados. c) *Accreting swaps* y *set-up swaps*: el nominal es objeto de incremento. d) *Rollercoaster swaps*, que combinando las características de los *set-up* y *set-down swaps*, permiten la fluctuación del nominal, para adecuar el flujo de caja a las necesidades de las partes.

¹³² Por ejemplo, los *forward swaps*, donde se incluye un lapso de tiempo entre la celebración del contrato y el despliegue de sus efectos.

- 1) *Swaptions*, que no es sino una opción sobre un swap, por el que el comprador de la opción, paga una prima a cambio de poder realizar un swap, durante un cierto periodo de tiempo.
- 2) Uso de los *assets swaps* en operaciones de ingeniería financiera, permitiendo la creación de *synthetic securities*¹³³.

En todo caso, y a modo de ejemplo, merecen destacarse las siguientes clases de swaps de tipos de interés:

a) *Asset Based Swap*

Swap de activos (*Asset Based Swap*). Se trata de operaciones de tipos de interés o divisas que están asociadas a un activo. Los flujos producidos por el activo se vinculan con los pagados por la permuta. Una modalidad es la permuta hipotecaria, cuya versión más simple conlleva el abono de cantidades referidas al rendimiento de un título hipotecario a tipo de interés variable.

b) *Amortizable Swap*

Swap amortizable (*Amortizable Swap*). Swap en el que el principal nominal disminuye a lo largo de la vida del swap en la manera pactada. Puede ser estipulado de modo que los pagos encajen con el flujo de caja previsto de un proyecto financiero o pago programado anticipado de una hipoteca.

¹³³ Sobre el uso de los *assets swaps* en operaciones de ingeniería financiera, véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...ob. cit.*, págs. 75-78.

c) Blended interest rate swap

Permuta mezclada de tipos de interés (*Blended interest rate swap*). Swap en virtud del cual se acoplan un swap normal con otro a plazo, combinando los tipos de interés de ambos contratos a lo largo de la vida de la misma.

d) Cash flow Swap

Swaps de flujos de caja (*Cash flow Swap*). Swap con flujos de caja irregular originados por un instrumento financiero designado o procesos de inversión.

e) Call Money Swap

En esta modalidad, los vencimientos se estipulan desde un mes a un año. Una de las partes paga a tipo fijo mientras que la otra está indexada a un tipo variable diario (normalmente el tipo Eonia). Se suele realizar una sola liquidación al vencimiento del swap.

f) Cocktail Swap

Swap cruzado de intereses y divisas o *Cocktail Swap*. Supone la combinación de varias clases de permutas referidas a tipos de interés y divisas. Una modalidad del *cocktail swap* es la llamado *circus swap*, que entraña una permuta de divisas a tipo fijo contra variable y otra de intereses variable contra variable.

g) Deferred Swap

Swap diferido o *Deferred Swap*. En las permutas a plazo o diferidas, los usuarios hacen uso de los intereses al momento de la celebración del contrato y difieren la entrada en vigor a una fecha ulterior. Si dicho diferimiento es inferior a seis meses se habla de los *delayed start swap*; si dicho plazo es superior a seis meses, pero inferior a dos años, hablaremos del *forward swap*.

h) Fixed-for-fixed Swap

El Swap fijo-fijo o *Fixed-for-fixed Swap*. Este swap comporta el intercambio de pagos de intereses con tipos de interés fijo concretados antes de que el contrato entre en vigor. Como no hay variación en ninguno de los dos tipos, los pagos permanecen iguales a lo largo de la vida del swap. Los *fixed-for-fixed swaps* se usan cuando cada parte utiliza una moneda diferente. Por ejemplo, supongamos que hay dos empresas en países distintos, cada una de las cuales quiere pedir prestado dinero para construir instalaciones en el otro país, y que ambas pueden pedir prestado a un tipo de interés más bajo en sus respectivos países. Así por ejemplo una firma americana puede obtener un préstamo en EE.UU. a un tipo de interés del 7%, pero precisa un préstamo en yenes, donde el tipo de interés si pide un préstamo sería del 10%. Al mismo tiempo, una firma japonesa desea invertir en EE.UU., pero el tipo de interés que obtendría allí sería de un 12%, frente al 9% en caso de pedir dicho empréstito en Japón. En este caso, las empresas pueden pedir prestado dinero en sus países respectivos e intercambiarlos entre ellas. Cada una toma ventaja de la capacidad de préstamo a bajo interés de la otra, evitando al mismo tiempo los costes de conversión de monedas. Así en el ejemplo citado, la firma estadounidense puede pedir prestado dólares al 7%, y

prestar los fondos a la firma japonesa al 7%. Por su parte la firma japonesa puede pedir prestado yenes al 9%, y prestar los fondos a la firma de EE.UU. por la misma cantidad.

i) Floor ceiling Swap

Swap suelo-techo o *Floor ceiling Swap*. Esta modalidad, tiene por objeto el establecimiento de topes –máximos (ceiling) y/o mínimos (floor)- dentro de los pactos de intereses variables o fijo contra variable, dentro de los cuales fluctuarán los intereses en cada momento. Dicho swap presenta dos subcategorías esenciales: el *floating floor ceiling*, que autoriza a una contraparte especificar unos topes mínimos y máximos para abonar a un tipo de interés variable y cobrar a un tipo fijo, pero si se traspasan dichos límites, los cobros y pagos se harán a tipo fijo, y el *fixed floor-ceiling swap*, que otorga la facultad, dentro del máximo y mínimo convenido, de cobrar y abonar a un tipo fijo, y en caso de traspasarse dichos topes, pagar en flotante y cobrar en fijo.

j) Premium and discount swap

Swap con descuento y pago adicional o *Premium and discount swap*. En esta modalidad, se articula el pago o cobro de una cantidad inicial, de una sola vez (*up-front*) al comienzo del contrato. Dicha cantidad tiene la finalidad de compensar la diferencia entre un tipo de interés fuera del mercado establecido y el tipo de interés del mercado. Siendo así, el usuario final pagador a tipo fijo, deberá verificar dicho pago adicional si el tipo de interés pactado para él, es inferior al del mercado. De lo contrario percibirá la citada cantidad adicional.

k) Roller coaster Swap

Swap montaña rusa o *Roller coaster Swap*. En esta modalidad, una de las partes puede elegir entre tipos de interés fijo o variable previamente convenidos, en función de sus necesidades financieras. El nominal se va incrementando desde el período inicial, cayendo paulatinamente hacia el final del período. Su uso se presenta particularmente en empresas que desarrollan una inversión a largo plazo en un proyecto.

l) Seasonal Swap

Swap estacional o *Seasonal Swap*. Swap que con un plazo de duración largo, de más de cinco años, sólo se activa en una concreta estación del año. Se trata de un swap especialmente útil para las empresas con riesgos estacionales, como las empresas agrícolas.

m) Permutas con plazo modificable

Variante del swap que permite a una de las partes a reducir (*puttable swap*) o ampliar (*callable swap*) el plazo de amortización del principal sin soportar por ello penalización alguna.

n) Swaps bonificados

Como colofón a este epígrafe, queremos constatar que cada vez gozan de mayor difusión los llamados swaps bonificados, los cuales *grosso modo*, suponen la inclusión en la fórmula de concreción de cantidades a pagar de un tipo *cap* o tipo barrera, que altera la regla general en aquellos casos en que el tipo variable rebase un límite máximo concreto. Con todo y con eso, esta evolución del tipo básico, socorre a la parte obligada al pago del tipo variable, esto es, a la entidad de crédito, pero viene de la mano de una bonificación o mejora¹³⁴ del tipo fijo a satisfacer por el cliente, inferior al swap tradicional, preservándose con ello la proporcionalidad de las obligaciones¹³⁵. En

¹³⁴ De ahí el término swap bonificado. *“Dichos valores, conocidos como strikes, son fijados a partir de una fórmula matemática concreta que, en la mayoría de supuestos, coincide con la denominada Black & Scholes”*. JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit.

¹³⁵ “Veamos como operaría uno de estos *swaps bonificados*, haciendo extensible el ejemplo anterior. El mismo cliente decide finalmente concertar con la entidad financiera un instrumento financiero al que denominan *swap bonificado*. Así este producto opera del mismo modo antes expuesto, con dos únicas salvedades, a saber, i) que el tipo a satisfacer por el cliente no sería el de 2,39%, sino el de 2,1%; y ii) si el índice Euribor superase el valor de 2,62% el cliente ya NO abonaría el tipo fijado pactado previamente, sino el tipo variable menos un determinado diferencial, por ejemplo 0,25%. De esta suerte, si el 2 de noviembre de 2011 el índice Euribor se sitúa en el valor de 2,2%, el cliente recibirá el diferencial de 0,1% sobre el importe notional pactado (1.000 €), mientras que si se situase en el 2,75% el cliente no percibiría el valor diferencial de 0,65%, sino que, al haberse superado el tipo barrera, recibiría el diferencial pactado de 0,25% (2.500 €). Así, es de ver que, pese a que parezca muy compleja la operativa de las permutas financieras, y que, incluso formalmente estén catalogadas como instrumentos complejos de alto riesgo, al final se reduce poco menos que a una regla de tres (en su caso con las particularidades negociadas por las partes). En este sentido, podemos citar lo sostenido por el Juzgado de Primera Instancia, núm. 11 de Las Palmas (sentencia de 6 de abril de 2010), que al abordar el debate acerca de la posible nulidad de un contrato de *swap* defiende su mecánica sencilla, pese a que en ese caso se incorpora a la vez un *cap* y un *floor* del siguiente modo: *«Lo cierto también es que su mecánica es sencilla y que la misma está razonablemente especificada en el anexo del contrato, sin que por tanto surja duda sobre los términos del mismo. Así la permuta financiera o swap de tipos de interés determinado a un concreto índice de referencia. De tal forma que, teóricamente, los contratantes “ganan o pierden” según que el subyacente (valor o índice de referencia) sobrepase o no determinado techo (cap) o suelo (floor). En definitiva, una barrera que se fija y que determinará, en la fase de ejecución del contrato “quién ganará o perderá”. O lo que es lo mismo, mediante este contrato, una de las partes compra a la otra el derecho a ser indemnizada ante la subida de tipos de interés por encima de un nivel predeterminado y al mismo comprador (cap) vende un floor a la misma contraparte por el que obliga a indemnizarle cuando los tipos de interés en el futuro bajen por debajo de un nivel predeterminado. Así, se aseguran unos tipos máximos y mínimos de interés cuando, como ocurre en ste caso, dicho interés es variable»*”. JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit. De igual modo, el swap bonificado se conceptúa en sentencias como la de la Audiencia Provincial de Barcelona, secc. 14ª, de 26 de julio de 2012, de 10 de mayo y de 18 de junio de 2012, como *un instrumento financiero, que se articula como una permuta, conforme al cual dos partes acuerdan intercambiar flujos de caja futuros, de acuerdo con una fórmula preestablecida, que se liquida periódicamente por las diferencias. Sobre la base de la rentabilidad previsible que se fija en el propio contrato y de los topes de oscilación se pacta “que, para el caso de superarse el techo (knock out) el banco compensará al cliente*

los periodos en que el Euribor de referencia rebase el nivel “barrera”, la única liquidación será la “subvención” que se aplica sobre la tasa flotante concretada en las condiciones del swap. El vencimiento del swap bonificado es generalmente inferior al del swap vanilla, pues las expectativas acerca de la evolución del Euribor con relación a la barrera son difíciles de precisar en horizontes temporales superiores a tres o cuatro años. El comprador del swap bonificado tiene unas expectativas moderadamente alcistas sobre la evolución del precio del dinero. Así la SAP de Pontevedra 430/2015, de 14 de septiembre de 2015 alude a esta modalidad de swap bonificado, con el nombre de collar swap, diciendo en su tenor que “la modalidad Collar Swap es la estrategia de cobertura del riesgo de tipo de interés que combina dos productos para dos situaciones de mercado. Por ello, consta de dos tramos: 1º tramo, el collar: Consiste en la compra, por parte del cliente de un Cap que le cubrirá ante subidas del tipo variable de referencia, fijando, simultáneamente, un floor que supondrá el nivel mínimo a pagar por el cliente si el tipo variable de referencia se sitúa por debajo del mismo. 2º tramo, el swap: Consiste en un intercambio de flujos entre la entidad financiera con la que se contrata la operación y el cliente, de forma que el banco abona al cliente el tipo variable de referencia y el cliente paga al banco el tipo fijo contratado, siempre y cuando el tipo variable no supere cierto nivel de referencia. Si lo hiciera, el cliente pagaría tipo variable menos un diferencial”.

C) Swaps de tipos de interés estandarizados y no estandarizados

Una de las diferencias tradicionales entre los mercados Organizados y los mercados OTC, se hallaba en la intervención en los primeros de una Cámara de

mediante el pago del exceso (evitando así que el precio del dinero prestado en las operaciones generalmente vinculadas, se encarezca) y, en contrapartida, para el caso de superarse el suelo (floor), es decir, que el tipo de referencia caiga, el cliente, cuya operación, vinculada o no, está pactada a un precio, asegura al banco que no dejará de cobrarlo, abonando la diferencia”.

contrapartida central (CCP), que garantizaba el buen fin de los contratos registrados en los mercados regulados, inexistente a propósito de los contratos OTC. Sin embargo, este factor ha dejado de ser decisivo en la distinción de ambos mercados, pues a raíz de la Cumbre del G-20 en Pittsburgh¹³⁶, se reivindica la compensación de todos los contratos de derivados OTC estandarizados, a través de entidades de contrapartida central, a más tardar, a finales de 2012. A raíz de esta imposición, ISDA publicó en marzo de 2013 el “*ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol*” a través del cual se han modificado los contrato marco ISDA. De este modo, las contrapartes que se adhieran al protocolo deben declarar en cada contrato ISDA, si ostentan la condición de contraparte financiera o no financiera, y en este segundo supuesto, si están sujetas a la obligación de compensar¹³⁷.

En EE.UU. dichos compromisos, supusieron la promulgación de la Dodd-Frank en junio de 2010, que impone la obligación de compensar los swaps estandarizados (título VII) que tanto la CFTC (con respecto a los swaps en general) como la SEC (con relación de los *security based swaps*) estimen oportunos¹³⁸. Aunque se aspira a que todas las categorías de swaps sean objeto de *clearing*, actualmente sólo se ha

¹³⁶ G-20 Leaders Statements: The Pittsburgh Summit. 24 y 25 de septiembre de 2009. Este acuerdo, fue ratificado por el G-20 en la cumbre de Toronto de junio de 2010, acordándose el aceleramiento en la implantación internacional de medidas que potenciasen la supervisión y transparencia del mercado de derivados OTC. Téngase en cuenta también la Cumbre del G-20 celebrada en Londres (*Declaration on strengthening the financial system*). El 2 de abril de 2009, los miembros del G-20 acordaron promover el fortalecimiento y la normalización de los mercados de derivados de crédito, a través de la instauración de entidades de contrapartida central. Sobre la propuesta de creación de CCPs y su uso en Mercado OTC vid. RAUSSER, Gordon C; BALSON, William; STEVENS, Reid B. «Centralized Clearing for Over-the Counter Derivatives». Septiembre 2009. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1475351>.

¹³⁷ DÍAZ RUIZ, Emilio; LLUESMA RODRIGO, Pilar. «Avances en la Regulación Global de las Infraestructuras de Mercado. EMIR, MIFIR y Dodd Frank: Un Nuevo Marco Jurídico para los Derivados OTC». *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos 2013* (Papeles de la Fundación n.º 51). Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2013, pág. 114.

¹³⁸ Comprende la obligación de *clearing* en una cámara de riesgo central de contraparte (Derivatives Clearing Organization) registrada ante la CFTC. Para la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) vid. 77 FR 74284, No.240 de 13 de diciembre de 2012: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@lrfederalregister/documents/file/2012-29211a.pdf>. Por su parte la Securities and Exchange Commission (SEC) vid. 77 FR 41602, No. 135, de 13 de julio de 2012: <http://federalregister.regstoday.com/data/2012/041/FR2012-041602.pdf>

determinado la obligación de clearing de los siguientes swaps: CDS (bajo ciertos índices), y IRS (tanto *vanilla swaps* como *basis swaps*) y OIS¹³⁹ en dólares americanos, euros, libras esterlinas y yenes. A 10 de junio de 2016, la CFTC ha propuesto la incorporación de nueve nuevas monedas a la lista de los swaps de tipos de interés que son actualmente objeto de compensación obligaría¹⁴⁰, quedando pendiente a fecha de hoy, su aprobación.

En el ámbito europeo, el 16 de agosto de 2012, se adopta la EMIR¹⁴¹, que en su artículo 4, proclama la necesaria compensación de todos los contratos de derivados extrabursátiles, que cuenten con unos niveles mínimos de estandarización y liquidez¹⁴². La limitación de los derivados sujetos a compensación, que se postula tanto en EE.UU. como en la UE, evita el potencial riesgo sistémico derivado de la concentración del riesgo en un número reducido de ECC¹⁴³. No obstante, al efecto de asegurar que la obligación de compensación reduzca el riesgo sistémico, es pertinente la identificación de las clases de derivados OTC que deben ser objeto de compensación obligatoria. Sin embargo, el desarrollo efectivo de dicha regulación ha sufrido en Europa mayores retrasos que la legislación norteamericana, lo que ha producido ciertos desajustes entre

¹³⁹ Overnight Indexed Swap.

¹⁴⁰ Dólar australiano (AUD), dólar canadiense (CAD), dólar de Hong Kong (HKD), peso mexicano (MXN), dólar de Singapur (SGD), Corona noruega (NOK), Zloty polaco (PLN), Corona sueca (SEK), y el franco suizo (CHF).

¹⁴¹ Es de destacar que a diferencia de EE.UU. la reforma del sistema financiero, no se ha realizado en virtud de una única norma, sino mediante un sistema de normas convergentes que han ido surgiendo paulatinamente, siendo EMIR una de ellas. Vid. CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. «Los nuevos paradigmas en el mercado de derivados resultantes del Reglamento (UE) n.º 648/2012. Análisis jurídico». En *Revista de Derecho del mercado de Valores* n.º 12, 2013, págs. 150.

¹⁴² Ex art. 4 del Reglamento EMIR. Para garantizar el cumplimiento de dicha obligación, EMIR y sus normas técnicas (que cuenta con el asesoramiento de ESMA) fijan los requisitos necesarios, siguiendo para ello los Principios de CPMI-IOSCO, relativos a las Infraestructuras de los Mercados Financieros en relación con las entidades de contrapartida central (ECC). La CNMV por su parte (7 de noviembre de 2014), ha decidido adoptar las Directrices y Recomendaciones de ESMA relativas a dichos principios, publicadas el pasado 4 de septiembre de 2014, remitiendo cartas a las entidades españolas que prestan servicios de contrapartida central, con el objetivo de informarles que deben tener en cuenta dichas directrices en el ejercicio de sus labores de autorización y supervisión.

¹⁴³ Entidades de Contrapartida Central.

uno y otro sistema. Téngase presente que la obligación de *clearing* para IRS y CDS estandarizados, comenzó su implantación en EE.UU. el 11 de marzo de 2013, para las entidades de categoría 1¹⁴⁴, el 10 de junio de 2013, para las entidades de categoría 2¹⁴⁵, y el 9 de septiembre de 2013 para *end-users* (cuando no estén sujetos a excepción de *clearing*). Sin embargo, en el ámbito europeo para las entidades de categoría 1 se estipula el 21 de junio de 2016 como fecha de entrada en vigor de dicha obligación, a colación de los swaps de tipos de interés en las monedas del G4¹⁴⁶ tal como veremos posteriormente, suponiendo pues un retraso de 3 años, con respecto a los derivados norteamericanos.

Las jurisdicciones de la UE y EE.UU. divergen en torno a qué productos deben ser estandarizados y la garantía (*collateral*) que debe ser exigida para los distintos instrumentos financieros. Asimismo, ambas jurisdicciones discrepan en el grado en el que las plataformas de negociación deben quedar vinculadas a cualquier tipo particular de derivado o qué tipo de reglas deben aplicarse en el gobierno de las Cámaras de compensación. Muchas de estas cuestiones han sido tratadas por una serie de instrumentos normativos internacionales, especialmente en IOSCO¹⁴⁷, y el CPSS¹⁴⁸, entre 2009 y 2014. En todo caso, las diferencias persisten, lo que ha creado ciertas tensiones en sí, o cómo acomodar dichas divergencias en la regulación de los derivados transatlánticos. La Cámaras de compensación, pretenden ser vehículos para la estandarización y determinación de precios de los hasta ahora, opacos derivados financieros. Sin embargo, las diferencias en torno al nivel de flexibilidad y supervisión sobre las entidades de compensación, hacen que la consecución de dicho objetivo sea más difícil. Dichas diferencias, han establecido un panorama de dilemas para la

¹⁴⁴ Miembros compensadores.

¹⁴⁵ Grandes grupos de contrapartes financieras y fondos que no sean contrapartes financieras.

¹⁴⁶ Euros, libras esterlinas, dólares americanos y yen japonés.

¹⁴⁷ International Organization of Securities Commissions.

¹⁴⁸ Committee on Payment and Settlement Systems.

coordinación financiera transatlántica. EMIR impone la obligación de compensación a cualquier parte, incluso fuera de la UE, cuya actividad tenga un efecto directo, sustancial o predecible en la UE. De igual modo, la Dodd Frank prevé su aplicación a las entidades en el extranjero consideradas como “*US persons*” debido a que sus actividades tienen una conexión directa y significativa con, o efecto, sobre el comercio de los EE.UU. A consecuencia de dicho alcance, las implementaciones inconsistentes de las reformas del G-20, pueden socavar las transacciones y actividades transfronterizas. En el caso de los derivados financieros, la posibilidad de regímenes regulatorios nacionales inviables conlleva grandes implicaciones. Mucho más que otras transacciones, los derivados son nítidamente mercados globales, con más de la mitad del volumen de negocios diario en mercados de swaps de tipos de interés, reuniendo contrapartes de muy distintas jurisdicciones. Con este escenario en mente, en julio de 2013, la CFTC y CE anunciaron un conjunto de acuerdos sobre derivados transfronterizos, denominados “*Path Forward*”. En EE.UU., se acordó conceder dispensas a las partes de swaps bilaterales no compensados de sus requerimientos de transacciones y extender una dispensa temporal a ciertas MTFs, siempre y cuando dichas MTFs estuvieran sujetas entre otras cosas, a suficientes requisitos de transparencia de precios, pre y post-contratación y a una apropiada vigilancia gubernamental. De igual forma, la UE detendría la aplicación de sus normas al mercado de EE.UU. una vez terminado. Las cámaras de compensación quedarán entre tanto exentas de las reglas transfronterizas hasta que una apropiada regulación pudiera determinarse, al efecto de precisar qué transacciones son elegibles para compensación. Varios meses más tarde, el “*Path Forward*” dio marcha atrás. En octubre de 2013, los derivados financieros SEF denominados contratos a futuros sin entrega física (non-deliverable forwards), eran objeto bajo las normas de desarrollo a los requisitos de negociación de la SEF. Con ello se forzaba a entidades que negociaran con instrumentos “no obligatorios” con una “*US person*” a registrarse como SEF a pesar de la excepción *Path Forward*. Por consiguiente, incluso las plataformas extranjeras que se creían exentas, se enfrentaban a la perspectiva de la imposición del Título VII de la

Dodd-Frank. Antes de imponer por completo la regla, y con la intención de encontrar un terreno común la CFTC, publicó dos comunicados el 12 de febrero de 2014. En el primero (CFTC Letter 14 - 15), la agencia suspendió la obligación de registro de los MTFs hasta marzo de 2014. Bajo la segunda (CFTC Letter 14 - 16), se exigía a los MTFs que demostraran antes del 10 de marzo que sus normas domésticas eran comparables a la Dodd-Frank, si querían asegurarse una excepción permanente al registro. La Comisión, los Parlamentarios Europeos y los participantes de la UE, se opusieron al plazo de un mes, argumentando que era insuficiente al efecto de demostrar la equivalencia de sistemas. La CFTC ofreció orientación técnica y un mes más para el cumplimiento. Sin embargo la agencia exigiría que las operaciones colectivas de la MTFs deberían cualificar como SEF, no solamente aquellas actividades que afectarían o sirvieran a las “*US persons*”. Dichos requerimientos se mostraron demasiado gravosos para los suministradores de servicios financieros europeos, que al final se desvincularon de actividades con “*US persons*” para evitar el registro. Los efectos se han traducido principalmente en lo que ha venido llamándose una fragmentación del mercado transatlántico¹⁴⁹.

Otra de las cuestiones que se plantean los participantes del mercado, es si el cumplimiento de las obligaciones de compensación en una jurisdicción (i.e. EE.UU.) satisface o no las obligaciones de compensación conforme EMIR. Para ello se exige que una de las contrapartes sea una entidad de un tercer país¹⁵⁰, que la Comisión Europea haya determinado la equivalencia del régimen no europeo de compensación obligatoria con el régimen de EMIR, y que ESMA reconozca las CCPs de la jurisdicción de europea.

¹⁴⁹ Vid. BRUMMER, Christopher. *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*. New York: Cambridge University Press, 2015, págs. 312 y ss.

¹⁵⁰ Third Country Entity.

Hasta la fecha, si bien ESMA ha recomendado la equivalencia del régimen de los EE.UU., la CE no ha reconocido la equivalencia del régimen de compensación obligatoria de EE.UU. con EMIR. Sin embargo ha adaptado decisiones de equivalencia para los regímenes de las entidades de contrapartida en Australia, Hong Kong, Japón y Singapur. No obstante los legisladores de EE.UU. y la Unión Europea, esperan llegar a un acuerdo sobre la materia a finales de año.

Por su parte EMIR no contiene un listado o anexo de los derivados sujetos a compensación, de modo que la concreción de las categorías de derivados sujetos a compensación corresponde a la Comisión Europea, a través de los correspondientes Reglamentos delegados, a propuesta de ESMA. Dos son los sistemas propuestos:

- El sistema ascendente (*bottom-up approach*), donde la iniciativa parte de los participantes del mercado¹⁵¹. Para ello las ECC deben obtener la correspondiente autorización de su autoridad supervisora, que a su vez deberá comunicarlo a ESMA¹⁵² (art. 5.2 EMIR).
- El sistema descendente (*top-down approach*), donde la iniciativa parte de ESMA¹⁵³. En tales casos ESMA, tras haber realizado una consulta pública y consultar a la Junta de Riesgos Sistémicos (JERS), notificará a la Comisión, para su aprobación, las categorías que estime que deben ser objeto de compensación y liquidación (art. 5.3 EMIR).

¹⁵¹ ESMA determina las clases de derivados OTC sujetos a compensación obligatoria, entre las clases que sean ya objeto de compensación por CCPs.

¹⁵² “Dentro de los seis meses siguientes, la ESMA, previa consulta a la Junta Europea de Riesgos Sistémicos (JERS) y tras valorar el grado de normalización de los términos contractuales y procesos operativos, volumen, liquidez y la disponibilidad de información sobre precios, presentará a la Comisión para su aprobación un proyecto de normas técnicas especificando la categoría de derivados OTC que ha de quedar sujeta a la obligación de compensación, así como la fecha en que surtirá efectos”. CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. Los nuevos paradigmas...ob. cit.

¹⁵³ ESMA identifica las clases de derivados OTC que deban ser objeto de compensación, para los cuales ninguna CCP haya desarrollado una oferta.

Siguiendo dicho sistema, ESMA publicó el 11 de julio de 2014 una consulta, que proponía la compensación obligatoria de ciertos swaps de tipos de interés y un proyecto de Normas Técnicas de Regulación especificando entre otras cosas, qué tipos de IRS quedarían sujetos a la obligación de compensación, el periodo transitorio de introducción y los vencimientos mínimos de distribución anticipada. Tras el periodo de consultas, ESMA presentó el 1 de octubre de 2014, un informe final a la Comisión Europea en torno a la obligación de compensación de los IRS denominados en euros, libras esterlinas, dólares americanos y yenes japoneses (las llamadas monedas del G4), y ciertas modificaciones al proyecto de Normas Técnicas. La Comisión Europea informó a ESMA el 18 de diciembre de 2014, de su intención de adoptar dicho proyecto con ciertas modificaciones sobre la base del art. 5 de EMIR. ESMA adoptó una opinión formal sobre dichas modificaciones el 29 de enero de 2015 e introdujo los cambios oportunos. Finalmente adoptó una opinión revisada el 6 de marzo de 2015 (2015/ESMA/511). El 6 de agosto de 2015 se publica el Reglamento Delegado (UE) 2015/2205 de la Comisión, por el que se completa EMIR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación, y que establece la compensación de permutas de bases, de tipos de interés fijos contra variable, acuerdos sobre tipos de interés futuros (FRA) y permutas financieras sobre índices a un día (OIS) denominados en las cuatro monedas de mayor curso a escala internacional, en los términos fijados en su Anexo. Por su parte, el 1 de octubre de 2015, ESMA publica un segundo informe final, cubriendo los derivados OTC de crédito que deban ser objeto de compensación, y en noviembre de 2015 (ESMA/2015/1629) el tercer informe final sobre derivados OTC de tipos de interés en otras monedas¹⁵⁴. El 1 de marzo de 2016, se publica el Reglamento Delegado (UE) 2016/592 de la Comisión, por el que se completa EMIR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación, por el que establece la obligación de

¹⁵⁴ Para consultar el informe final de ESMA en torno a los derivados sujetos a compensación de 10 de noviembre de 2015 (ESMA/2015/1629) vid. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/esma-2015-1629_-_final_report_clearing_obligation_irs_other_currencies.pdf

compensación de permutas de cobertura por impago ligadas a un índice incluidas en su Anexo. Por último el 10 de junio de 2016, se publica el Reglamento Delegado (UE) 2016/1178 de la Comisión, por el que se completa EMIR en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación y que instituye la compensación de permutas financieras de tipo de interés fijo contra variable denominados en las monedas en curso en Noruega (NOK), Polonia (PLN) y Suecia (SEK) y así como acuerdos a plazo sobre tipo de interés (forward rate agreements) denominados en las monedas de curso corriente en Noruega (NOK), Polonia (PLN) y Suecia (SEK) e incluidos en su Anexo.

Son criterios esenciales para sujetar a los swaps de tipos de interés a compensación los siguientes: el grado de normalización, el volumen y la liquidez y la disponibilidad de información sobre la fijación de precios.

Para restringir la confusión que podría entrañar la coexistencia de estos dos sistemas, el Reglamento (art. 6) dispone la creación un registro público en la página web de ESMA¹⁵⁵ en aras a dilucidar o consultar las clases de derivados OTC sujetos a obligación de compensación centralizada¹⁵⁶.

La concreción de los swaps de tipos de interés estandarizados recae hoy por hoy en los Reglamentos Delegados (UE) 2015/2205 de 6 de agosto, y 2016/1178 de 10 de junio.

¹⁵⁵ Sobre el Registro Público de ESMA vid:
https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/public_register_for_the_clearing_obligation_under_emir.pdf

¹⁵⁶ Señala OLLÉ que “Una pregunta muy habitual sobre la obligatoriedad de compensar derivados OTC estandarizados, es ¿qué se entiende por estandarizado? Esta definición recae sobre ESMA (European Securities and Markets Association), que mantendrá la relación en un registro público y se realizará bajo dos enfoques diferentes: por un lado, top down, donde ESMA determina los productos considerados estándar, a partir de criterios como la estandarización, complejidad o liquidez y, por otro, bottom up, donde las CCP, en su particular lucha por ganar cuota de mercado, van a ofrecer la compensación de nuevos productos que les ofrezca una oportunidad comercial.” OLLÉ, Enric. Regulación EMIR...ob. cit., págs. 2 y ss. Sobre la obligación de compensación de derivados OTC en EE.UU. vid. ADITYA, P.D. European Markets...ob cit. CIRO, Tony. *The Global*...ob. cit. págs. 145 y ss.

A la hora de definir las categorías de derivados extrabursátiles de tipos de interés sujetas a la obligación de compensación, se ha de tener en cuenta el carácter constante, variable o condicional del importe notional. Los contratos con un importe notional constante tienen un importe notional que no varía a lo largo de la vida del contrato. Los contratos con un importe notional variable tienen un importe notional que varía a lo largo de la vida del contrato de manera previsible. Los contratos con un importe notional condicional tienen un importe notional que varía a lo largo de la vida del contrato de manera imprevisible. Los importes notionales condicionales añaden complejidad a la fijación de precios y la gestión del riesgo conexas a los contratos de derivados extrabursátiles de tipos de interés y, por tanto, a la capacidad de las ECC para compensarlos.

Por último resta ultimar, que en función de dicho sistema, en el ámbito del swap de tipos de interés, ESMA ha establecido que la obligación de compensación se predique de las:

Permutas financieras de tipo de interés fijo-variable o variable-variable que:

- Estén referenciados al EURIBOR o el LIBOR.
- Liquidados en alguna de las siguientes monedas: euros (EUR), libras esterlinas (GBP), dólares americanos (USD) o yen japonés (JPY).
- Tengan un vencimiento de 28 días a 50 años. En el caso del yen japonés el vencimiento debe ser de 28 días a 30 años.
- Tipo notional constante o variable y moneda de liquidación única.

Permutas financieras de tipo de interés fijo-variable que:

- Estén referenciados al NIBOR, WIBOR o STIBOR.
- Liquidados en alguna de las siguientes monedas: Corona noruega (NOK), Zloty polaco (PLN) y Corona sueca (SEK).

- Tengan un vencimiento de 28 días a 10 años. En el caso de la Corona sueca, el vencimiento debe ser de 28 días a 15 años.
- Tipo nocional constante o variable y moneda de liquidación única.

Y por último de las permutas financieras sobre índices a un día (OIS)¹⁵⁷ que:

- Estén referenciados al índice medio de EONIA, FedFunds o SONIA
- Tengan un vencimiento de 7 días a 3 años
- Liquidados en alguna de las siguientes monedas: euros, libras esterlinas, o dólares americanos
- Tipo nocional constante o variable y moneda única de liquidación.

Los swaps de tipos de intereses que no tengan encaje en dichas categorías tendrán la consideración de swaps no estandarizados, no siendo objeto de compensación a través de Cámaras de Contrapartida Central, pero estando sujetos a las técnicas de mitigación de riesgo sobre cuya regulación ESAs¹⁵⁸ ha publicado el 8 de marzo de 2016, el borrador final de normas técnicas de regulación (RTS). Por su parte la Comisión, en carta a ESAs de 28 de julio de 2016, ha revelado su intención de respaldar dicho borrador RTS con enmiendas y ha publicado la versión enmendada del borrador RTS.

¹⁵⁷ También llamada permuta nocturna indiciada u Overnight Index Swaps, se trata de un IRS donde el tipo flotante periódico del swap es igual a la media geométrica de un índice nocturno sobre cada día del periodo de pago. Así en EEUU los tipos OIS se calculan con referencia al *federal funds rate* diario.

¹⁵⁸ European Supervisory Authorities (ESAs) integrado por EBA, EIOPA y ESMA.

II. CARACTERES DE LOS SWAPS DE TIPOS DE INTERÉS

Precisar los elementos de caracterización del contrato de swap de tipos de interés, nos sirve para delimitar qué reglas rigen el gobierno del SWAP. De ahí, la envergadura de las conclusiones a las que lleguemos en los siguientes párrafos.

La primera observación a la hora de perfilar los caracteres de esta figura jurídica, radica en la falta de aquiescencia doctrinal que sobre este particular existe, promoviéndose por ende en nuestro ordenamiento jurídico, un intenso debate doctrinal y jurisprudencial. Por tanto, en este apartado nos corresponde descollar las desavenencias primordiales sobre la materia, y dar puntual explicación de ellas al hilo de la exposición de caracteres que definen el contrato de SWAP de tipos de interés.

A modo de introducción de este epígrafe, podemos caracterizar al contrato de swap de tipos de interés, como un contrato atípico, mercantil, principal y autónomo, bilateral y sinalagmático, oneroso, conmutativo, consensual, de tracto sucesivo, ejecución periódica, unidad de causa y no intuitu personae. Es más, se trata de un derivado financiero, y un instrumento OTC, de naturaleza compleja, y *sui generis*¹⁵⁹. Los swaps de tipos de interés son además operaciones fuera de balance, pues la contratación del mismo, no implica de forma inmediata, entrada ni salida de recursos económicos financieros. A mayor abundamiento, la cuantía exacta se desconoce al quedar condicionada por una serie de módulos. La ventaja que supone este hecho se traduce en que este contrato no incide en la solvencia o apariencia de solvencia de la empresa, como sí lo hacen los préstamos o las deudas asumidas¹⁶⁰.

¹⁵⁹ Como prontuario de este apartado podemos decir con VEGA que el SWAP es “*un contrato mercantil atípico, con causa única y naturaleza sui generis, en los que las diferentes clases no constituyen tipos esencialmente distintos, sino variedades de una misma figura contractual, que puede perfectamente concertarse entre distintos agentes económicos bancarios o no bancarios y cuya finalidad principal es la colaboración financiera*”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 82.

¹⁶⁰ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos*...ob. cit., pág.1043.

Tras estas breves pinceladas pasamos al estudio de los elementos caracterizadores de esta figura jurídica.

1. El swap de tipos de interés como derivado financiero

Resulta apropiado comenzar este epígrafe haciendo una breve mención a un asunto que se ha venido discutiendo últimamente en el panorama europeo: el concepto y tipología de contratos de derivados, y a cuyos efectos la cuestión que plantea la carta de la Autoridad Europea de Valores y Mercados¹⁶¹ a la Comisión Europea *sobre la clasificación de instrumentos financieros como derivados* con fecha de 14 de febrero de 2014¹⁶² resulta del todo oportuna.

La carta comienza su enunciado poniendo el acento en un asunto que podría suponer un detrimento significativo en torno a la aplicación uniforme del Reglamento (UE) Nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo de 4 de julio de 2012 *relativo*

¹⁶¹ Conocida como ESMA, según su acrónimo inglés (*European Securities and Markets Authority* o Autoridad Europea de Valores y Mercados), fue creada por el Reglamento de la UE nº 1095/2010, del Parlamento Europeo y del Consejo, sustituyendo al Comité Europeo de Valores (CESR) con fecha 1 de enero del 2011. La nueva arquitectura supervisora de la UE está integrada por el Sistema Europeo de Supervisión Financiera o *European System of Financial Supervision (ESFS)* del que forman parte la propia Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) y, además, la Junta Europea de Riesgo Sistémico o *European Systemic Risk Board (ESRB)*, la Autoridad Bancaria Europea o *European Banking Authority (EBA)*, la Autoridad Europea de Seguros y Pensiones o *European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA)* y las Autoridades Competentes de supervisión de los *Estados Miembros*.

¹⁶² Versión electrónica disponible en:
http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-184_letter_to_commissioner_barnier_-_classification_of_financial_instruments.pdf

a los derivados extrabursátiles, entidades de contrapartida central y los registros de operaciones¹⁶³.

El debate se centra en la definición de derivado bajo la óptica del Reglamento EMIR, que queda remitida a lista de instrumentos financieros de la Directiva 2004/39/EC, de 21 de abril de 2004 *relativa a los mercados de instrumentos financieros*¹⁶⁴.

Recalca la carta, que las diferentes transposiciones que de la MiFID se han hecho en los Estados Miembros, ha impedido la existencia de un concepto de contrato de derivado común y uniforme¹⁶⁵, previniendo por ende la aplicación convergente y uniforme del Reglamento EMIR, de modo que emplaza a la Comisión de conformidad al art. 4 (2) de la MiFID, a clarificar las definiciones contenidas en la MiFID, teniendo en cuenta la evolución de los mercados financieros, y asegurando la aplicación uniforme de la Directiva¹⁶⁶.

¹⁶³ Cita el tenor de la carta en el primer párrafo: “*I am writing to you to draw your attention to an issue that could have a significant detrimental effect on the consistent application of Regulation (EU) No. 648/2014 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories (EMIR).*”

¹⁶⁴ En adelante MiFID. Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, *relativa a los mercados de instrumentos financieros* por la que se modifican las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE del Parlamento Europeo y del Consejo y se deroga la Directiva 93/22/CEE del Consejo [Diario Oficial L 145 de 30.4.2004]. En consonancia con el plan de acción de servicios financieros, la UE adoptó esta directiva en aras a reforzar el marco legislativo comunitario de los servicios de inversión y de los mercados regulados y con vistas a la consecución de dos grandes objetivos: 1) De un lado, proteger a los inversores y preservar la integridad del mercado, estableciendo requisitos armonizados para la actividad de los intermediarios autorizados. 2) De otro, fomentar la equidad, la transparencia, la eficacia y la integración de los mercados financieros. Queremos poner de relieve que a fecha de hoy dicha Directiva se bifurca en el Reglamento (UE) núm. 600/2014 (MIFIR), y en la Directiva 2014/65/UE. Para un estudio de la materia véase TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 14, sección Estudios, primer semestre de 2014, Editorial LA LEY.

¹⁶⁵ Ello resulta especialmente notorio en el caso de los *foreign exchange (FX) forwards* y *commodity forwards*.

¹⁶⁶ Los derivados, son pues, instrumentos financieros cuyo valor fluctúa en función del precio de otro activo o instrumento denominado activo subyacente o *underlying asset*. Precisamente las variantes y

A la espera de una clarificación¹⁶⁷, podemos no obstante afirmar que el swap de tipos de interés se tipifica sin lugar a dudas como un instrumento financiero derivado¹⁶⁸

características de los diferentes productos derivados que existen en el mercado se definen y articulan sobre la base del objetivo de dicho elemento subyacente, sea éste un valor que precede ontológicamente al valor inicial o una variable de la que depende funcionalmente y que en todo caso viene a ser *conditio sine qua non* para el diseño de los derivados. Véase IBÁÑEZ JIMENEZ, Javier Wenceslao. «La nueva transcendencia social de los contratos normalizados de opción negociados en mercados secundarios de productos o instrumentos derivados». En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 220, 1996, p. 391. En sentido amplio “un instrumento derivado (o un derivado) es un instrumento financiero, cuyo valor cambia en respuesta a los cambios en una tasa de interés, de un precio de acciones, de un precio de mercancías, de una tasa de cambio de divisas, de un índice o de un indicador de precio, de una clasificación o de un índice crediticio o de una variable similar a las anteriores (que a menudo se denomina “subyacente”), que requiere al principio de una inversión neta muy pequeña o nula, respecto a otro tipo de contratos que incorporan una respuesta similar ante cambios en las condiciones de mercado; y que se liquidará en una fecha futura.” JAUREGUI, María de los Ángeles. *Tratado sobre instrumentos derivados financieros*. 1ª ed. Buenos Aires: La Ley, 2003, pág. 1221. En sentido estricto, se definen los derivados financieros como los contratos por los cuales una parte acepta asumir un riesgo relacionado con la evolución futura de una variable subyacente, a cambio de una contraprestación dineraria o de la asunción de otros riesgos por su contraparte. MALUMIÁN, Nicolás. *Contratos Derivados: Futuros, Opciones y Swaps. Aspectos Jurídicos y Fiscales* 1ª ed. Buenos Aires: La Ley, 2003, pág. 3. De igual modo podemos definir de forma genérica a los instrumentos derivados “como aquellos que permiten una operativa específica en distintos mercados en los que subyacen determinados activos tan diversos como productos agrícolas, energéticos, metales preciosos (normalmente conocidos como derivados sobre commodities), o productos financieros en los que incluimos productos tales como divisas, acciones con cotización en Bolsa o índices bursátiles, así como activos dependientes del tipo de interés, tales como deuda pública o tipos negociados en los mercados interbancarios”. ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2001): Los mercados de derivados financieros (I). En *Actualidad Financiera*, junio de 1997, p. 85. Finalmente, de acuerdo con la *Internacional Swaps and Derivatives Association, Inc (ISDA)* indicaremos que un derivado es un instrumento financiero que transmite el riesgo de una contraparte a la otra y cuyo valor depende del precio o nivel de un activo subyacente. Esta definición nos ofrece un enfoque teleológico al concretar la *ratio* de contratación de los derivados.

¹⁶⁷ Termina la carta diciendo que “*In order to avoid the inconsistent application of EMIR across the EU, ESMA understands that, until the Commission provides clarification, and to the extent permitted under national law, National Competent Authorities will not implement the relevant provisions of EMIR for contracts that are not clearly identified as derivatives contracts across the Union, in particular FX forwards with a settlement date up to 7 days, FX forwards concluded for commercial purposes, and physically settled commodity forwards, as identified in the annex.*” Hasta la fecha se han dictado unas directrices por parte de ESMA de 6 de mayo de 2015, que tienen por objetivo favorecer la aplicación uniforme de la definición como instrumentos financieros de los contratos de derivados de materias primas que pueden liquidarse en especie incluidos en las secciones C6 y C7 del Anexo I de la MiFID, a fin de cumplir con las exigencias establecidas en el Reglamento (UE) Nº 648/2012, más conocido como EMIR. La CNMV ha comunicado a ESMA su propósito de cumplir con estas directrices, que entrarán en vigor el 7 de agosto de 2015 y cesarán en su aplicación el 3 de enero de 2017, con la entrada en vigor de la Directiva 2014/65/EC (MiFID II).

¹⁶⁸ MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 46; ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación de Swaps...*ob. cit. pág. 654. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., pág. 477. Vid. SSAP Islas Baleares-Palma de Mallorca (secc. 5ª), de

tanto en el Derecho español como europeo, en base al art. 2.2. TRLMV¹⁶⁹ y la Directiva MiFID art. 4, Sección C del Anexo 1¹⁷⁰. Los arts. 37, 38 y 39 del Reglamento 1287/2006¹⁷¹ indican por su parte, los requisitos que deben cumplir los instrumentos financieros para que puedan ser calificados como derivados.

La calidad de derivado del swap de tipos de interés deriva del hecho de que su valor depende de otro activo o índice, llamado subyacente (los tipos de interés).

20 de junio de 2011 (FD 3º); Burgos (secc. 3ª), de 12 de septiembre de 2011 (FD 3º), Salamanca (secc. 1ª), de 13 de diciembre de 2011 (FD 3º); Zaragoza (secc. 5ª), de 31 de enero de 2011 (FD 3º) y Zaragoza (secc. 5ª), de 20 de junio de 2011 (FD 4º), de 24 de noviembre de 2011 (FD 12º) entre otras. En efecto, la concreción de los contratos incluidos dentro de la categoría de derivado e incluso los caracteres definitorios resultan tareas sumamente complejas, a lo cual se ha querido dar respuesta delimitando la figura de los derivados y sus caracteres con un alcance internacional, y del cual nuestro Plan General de Contabilidad (PGC) ha sido fiel reflejo de dicha intencionalidad. Y es que la definición reflejada en nuestro PGC, aprobado por Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, toma por base la legislación norteamericana contenida en el *Financial Accounting Standards Board Statement No. 133* ó FAS133. Igualmente, ha servido de base a la mayoría de los manuales contables internacionales, tales como la Norma Internacional núm. 39 (NIC 39) del *International Accounting Standards Board (IASB)*, las reglas 3855 y 3865 de la CICA (*Canadian Institute of Chartered Accountants*), la 7 de la IFRS (*International Financial Reporting Standards*) o la 7 de las NIIF (Normas Internacionales de Información Financiera).

¹⁶⁹ Aprobado por RD-Legislativo 4/2015, de 23 de octubre. Los instrumentos financieros relacionados en el art. 2 TRLMV son básicamente de dos clases: los valores negociables (número 1 del art. 2 TRLMV) y los derivados (números 2 a 8 del art. 2 TRLMV). La categorización de un derivado como financiero, puede sustentarse en dos criterios. Así desde el punto de vista funcional, la función de gestión del riesgo de mercado en el ejercicio de una actividad financiera permite calificar de financiero al instrumento correspondiente. En segundo término, desde el punto de vista objetivo, la condición financiera de los instrumentos subyacentes del producto derivado es determinante de tal calificación. Dicho criterio es el que ha primado en nuestro ordenamiento, vista la redacción del art. 2 TRLMV

¹⁷⁰ A tenor del art. 2 (5) de EMIR, se entiende por «derivado» o «contrato de derivados» los instrumentos financieros enumerados “*en el anexo I, sección C, puntos 4 a 10, de la Directiva 2004/39/CE, tal como se aplican en virtud de los artículos 38 y 39 del Reglamento (CE) nº 1287/2006*”. En idéntico sentido MiFID art. 4.1 (17)

¹⁷¹ Reglamento (CE) nº 1287/2006 de la Comisión de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efectos de dicha Directiva.

En efecto, como punto de partida, los instrumentos financieros se pueden clasificar en instrumentos en efectivo e instrumentos derivados¹⁷², siendo los primeros, aquellos instrumentos financieros cuyo valor se determina directamente por los mercados, y los segundos, aquellos instrumentos financieros que derivan su valor del valor y las características de uno o más activos subyacentes¹⁷³. Y es que los derivados, se conciben principalmente como herramientas de gestión de riesgo, buscando mitigar o eliminar el riesgo futuro proveniente de las fluctuaciones o la escasez originadas en el mercado de los activos financieros que les sirven de sustento, para que de este modo, la empresa pueda focalizar sus esfuerzos en producir y comercializar con la máxima efectividad y calidad. Este objetivo se logra creando un instrumento financiero cuyo valor se incrementa o disminuye de manera inversamente proporcional a la variable sobre la cual se quiere obtener cobertura.

¹⁷² Por su parte *“La principal clasificación de contratos de derivados distingue entre los «commodity» y los «financial derivatives», según que el subyacente sea un activo tangible, normalmente materias primas o un activo de carácter financiero, como acciones, bonos o divisas”*. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El mercado de derivados OTC. Iniciativas de reforma». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8, 2011, pág. 26.

¹⁷³ Se aprecia de este modo que no todo instrumento financiero es un instrumento financiero derivado, siendo el primero el género del cual deriva la especie derivado. Sobre el origen del concepto de instrumento financiero, *“la derogada Directiva 93/22/CEE, de 10 de mayo de 1993, relativa a los servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, creó el concepto de instrumento financiero para responder a la introducción en los mercados organizados y a su multiplicación acelerada en forma de contratación bilateral (OTC), a partir de la década de 1980, de la negociación de contratos que no constituirían valores, pero que también operaban de forma distinta a los meros contratos bilaterales, acuñando para ellos esta nueva denominación.”* DÍAZ RUIZ, Emilio. «Las opciones financieras OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Madrid: Aranzadi, 2013, pág. 394. Igualmente destacar que los instrumentos financieros *“se expresan en infinitas formas en el mundo del derecho; así por ejemplo, en el área societaria, una acción es un instrumento financiero que confiere a su legítimo titular un derecho definido sobre el valor de la compañía usualmente concentrado en las utilidades de la misma; en el ámbito financiero, la moneda es considerada como instrumento financiero pues confiere a su titular la capacidad (derecho) de liberar su valor para adquirir un bien o servicio o saldar una obligación; en los seguros, una póliza de seguro de vida es otro instrumento financiero que confiere a los beneficiarios el derecho a cobrar la indemnización contratada si el asegurado muere antes de que la póliza venza.”* RODRÍGUEZ BORJA, Ramón. *Los Credit Default Swaps: estructura jurídica y operatividad financiera*. Quito: 2010, 165 p. Disponible en <http://hdl.handle.net/10644/2249>.

El swap de tipos de interés, al ser calificado como derivado se distingue por los siguientes rasgos:

1. El valor del instrumento, de los consecuentes derechos y obligaciones de las partes, así como de los resultados que producen, cambian en respuesta a los cambios en variables, de muy diversa naturaleza, conocidas como subyacentes, siendo en nuestro caso los tipos de interés ¹⁷⁴, que se tipifican como un derivado sobre subyacentes financieros.

2. No requiere de una inversión inicial o bien requiere una inversión inferior a la que exigen otro tipo de contrato ¹⁷⁵. Esta característica dimana de su propio funcionamiento, pues en estas transacciones una de las partes se compromete a la entrega de un activo a la otra, a cambio del abono de una cantidad o precio diferido, lo que conlleva la carencia del pago del principal y produce un aumento de las posibles ganancias, al mismo tiempo que mayores pérdidas, siendo este un factor incardinado con el siguiente apartado.

3. Se liquida en una fecha futura. Es decir se establece un espacio temporal entre el momento en que pactan las condiciones del contrato y su cumplimiento o liquidación. En dicho lapso, las variables subyacentes experimentarán cambios de valor

¹⁷⁴ Este primer rasgo nos permite clasificar los derivados financieros en derivados sobre subyacentes financieros (tipo de cambio, tipo de interés, tipo de cotización de otros instrumentos o índices sobre instrumentos financieros y riesgo de crédito) y derivados sobre subyacentes no financieros (materias primas, metales preciosos, variaciones climáticas e índices de pluviosidad, emisiones de contaminantes, especialmente CO₂, y cualquier otro elemento cuyo valor varíe, sea calculable y pueda conocerse públicamente).

¹⁷⁵ Este factor “*hace que las mismas generen un alto leverage o apalancamiento; es decir, con una baja inversión, la rentabilidad posible es alta. Por supuesto que también las pérdidas; de ahí el enorme riesgo que involucran estos negocios y cuya mala utilización ha quedado en evidencia en resonantes casos corporativos de fraudes. Algunos conocidos escándalos corporativos con operaciones financieras, incluyendo derivados, que ocasionaron pérdidas multimillonarias fueron Allied Irish Bank, Barings, Chemical Bank, Daiwa, Kidder Peabody, LTCM, Midland Bank.*” CARBAJO VASCO, Domingo. PORPORATTO, Pablo. Instrumentos Financieros Derivados en Argentina y España (I Parte). En *Revista contable*, Núm. 221, 1 de mayo de 2010, pág. 62.

de conformidad con las condiciones de mercado¹⁷⁶. Durante tal plazo pueden existir prestaciones que deban cumplirse efectivamente o simplemente en expectativa, dependiendo de la clase de contrato.

De igual modo, dicha calificación comporta la aplicación a la figura del swap de tipos de interés, de la normativa especial sobre contratación de instrumentos financieros, esto es el TRLMV y el RD 217/2008¹⁷⁷, y en particular las normas de conducta aplicables a las empresas de servicios de inversión¹⁷⁸.

¹⁷⁶ CARBAJO VASCO, Domingo. PORPORATTO, Pablo. Instrumentos Financieros... ob. cit. pág. 62.

¹⁷⁷ Sobre esta calificación vid. SAP Islas Baleares-Palma de Mallorca (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 3º) y Zaragoza (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 4º).

¹⁷⁸ «...Desde una perspectiva teleológica y sustantiva, las normas de conducta pueden reconducirse a una doble esquematización. Por un lado, y desde una perspectiva funcional, tienen como objetivos fundamentales la tutela de la transparencia de los mercados, así como del proceso de libre formación de precios; se está protegiendo esencialmente la eficiencia de los mercados. Por otro lado, y desde una perspectiva individual, tienen en su punto de mira la consecución de la integridad de los propios mercados, protegiendo al inversor frente a los potenciales abusos que pudieran producirse en operaciones concretas, especialmente por parte de los intermediarios; en este caso, se está tutelando la justicia o equidad de los mercados (fairness). En definitiva, la transparencia de los mercados, la integridad de los mismos y la tutela del proceso de libre formación de precios, son claves sobre cuya base debe construirse un concepto de normas de conducta de los mercados de valores». En consecuencia «Por todo ello, puede decirse que son normas de conducta en sentido amplio, aquéllas dirigidas a velar por la transparencia de los mercados y su integridad, entendidas como la fiabilidad, suficiencia y puntualidad de la información existente en todo momento, así como a salvaguardar el proceso de libre formación de precios, mediante la prohibición de aquellos comportamientos que falseen el mismo, y la protección de los inversores. Esta definición amplia debe completarse con una definición estricta de normas de conducta, apuntando que se trata de aquel conjunto de normas pertenecientes al Derecho del mercado de valores por las que se establecen las pautas de comportamiento de los intervinientes en un intercambio u operación concreta a lo largo de un período (v.gr., emisores u oferentes de valores, asesores, inversores e intermediarios) al objeto de que no puedan derivar un beneficio económico sobre la base de una ventaja informativa, un falseamiento o distorsión de la veracidad o carácter complejo de la información, una manipulación o interferencia en el proceso de libre formación de precios, incluyendo todas aquellas reglas de actuación de los intermediarios en su actividad profesional con sus clientes, todo ello en aras de la protección de los inversores y de la transparencia del mercado. Se diferencian así las normas de conducta de las referentes a la supervisión prudencial aplicables a las entidades sometidas a una relación de sujeción especial en que estas segundas se centran en los sujetos de la intermediación, mientras que las primeras se refieren esencialmente a la actividad de los mismos». FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro. Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores. Madrid: Instituto de Estudios Económicos, 2000, págs. 70 y 71.

Por lo demás la recepción, transmisión y ejecución de órdenes de los clientes, en la contratación de swaps de tipos de interés, al igual que en la negociación de los mismos, constituyen servicios de inversión de conformidad con el art. 140 a) b) y c) TRLMV y el art. 5.1 a), b), y c) del RD 217/2008¹⁷⁹.

2. El swap de tipos de interés como instrumento OTC: nuevos planteamientos

Los instrumentos financieros pueden negociarse en dos tipos de mercados: los llamados mercados organizados¹⁸⁰, que se regulan por normas de derecho positivo, y los llamados mercados OTC o sobre el mostrador, que se rigen por la voluntad de las partes¹⁸¹. Esta distinción abre paso a la clasificación de los derivados en bursátiles, cuando son objeto de negociación en mercados organizados y extrabursátiles, cuando son objeto de negociación en mercados no organizados u OTC¹⁸².

Así EMIR tipifica los derivados OTC¹⁸³ en el art. 2.7, a cuyo tenor “*Contrato de derivado extrabursátil es cualquier contrato de derivados cuya celebración no tiene*

¹⁷⁹ MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 47; ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación de Swaps...*ob. cit. pág. 662. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria de servicios de inversión*. Barcelona: Bosch, 2015, págs. 37-66.

¹⁸⁰ Los mercados regulados españoles reciben la denominación de mercados secundarios oficiales. Se consideran mercados secundarios oficiales de valores los siguientes: las Bolsas de Valores, el Mercado de Deuda Pública en Anotaciones, el Mercado de Futuros y Opciones MEFF, y el Mercado de Renta Fija AIAF.

¹⁸¹ URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: La ley, 1ª ed., 2007, 1358 p.

¹⁸² Es por ello dable distinguir los productos financieros derivados, esto es, los derivados *over the counter*, de los instrumentos financieros derivados, que son los negociados en mercados organizados, al concurrir el rasgo de negociabilidad que se erige en elemento delimitador de dichos instrumentos por la Directiva 93/22/CE. SANZ CABALLERO, Juan. *Derivados...*ob. cit., pág. 93

¹⁸³ Y que tacha de “derivados extrabursátiles”.

lugar en un mercado regulado¹⁸⁴ o en un mercado de un tercer país que se considere equivalente a un mercado regulado¹⁸⁵.” Lo relevante pues a la hora de calificar a un contrato de derivado extrabursátil, es el lugar de celebración, y no tanto los caracteres intrínsecos del derivado en sí¹⁸⁶.

Los derivados bursátiles son contratos estandarizados, dotados de gran liquidez y seguridad, al quedar su cumplimiento garantizado por el propio mercado, siendo una característica, la existencia de una Cámara de Compensación, que económicamente actúa como intermediaria entre dos empresas, y jurídicamente interviene a modo de compradora y vendedora frente al vendedor y comprador del derivado, y de este modo garantiza el cumplimiento. Los futuros y las opciones bursátiles se incluirían dentro de esta categoría¹⁸⁷.

¹⁸⁴ Véase el art. 4, apartado 1, punto 14 de la Directiva 2004/39/CE. En idéntico sentido art. 43 TRLMV estudiado con anterioridad.

¹⁸⁵ En los términos del art. 19, apartado 6 de la Directiva 2004/39/CE.

¹⁸⁶ “*En este sentido, ESMA en los Q&A sobre el Reglamento EMIR de fecha 20 de marzo de 2012 ha aclarado que un derivado negociado en un sistema multilateral de negociación debe entenderse que es un contrato de derivado OTC y que lo relevante a los efectos de la calificación como OTC de un derivado es su lugar de celebración con independencia de que las características puedan ser comunes a los de los derivados ejecutados en un mercado organizado. De igual forma los derivados negociados en mercados organizados no comunitarios deben considerarse como derivados OTC.*” Sobre las condiciones subjetivas y objetivas de aplicabilidad de dicha obligación vid. DÍAZ RUIZ, Emilio. LLUESMA RODRIGO, Pilar. «EMIR, MIFIR y DODD FRANK: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio...* ob. cit., págs. 113 y ss.

¹⁸⁷ Sobre el concepto de mercados regulados, vid. art. 43 TRLMV. La normativa básica de los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros y Opciones, se halla en los arts. 64-68 TRLMV, siendo complementada por el Real Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, *por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados*, y la Resolución de 21 de diciembre de 2010, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se publica el Reglamento del Mercado Secundario Oficial de Futuros y Opciones (MEFF). Para un estudio más exhaustivo de la materia véase, ALCALÁ DÍAZ, María. «Organización del Mercado Español de Futuros y Opciones». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob., cit., págs. 219 y ss. En el caso de España, los mercados regulados (MEFF Renta Variable, MEFF Renta Fija y MFAO con categoría de mercados secundarios oficiales y el segmento de Warrants de la Bolsa de Madrid) han elaborado sus propias normas, con el rango de Circulares. Las normas de rango superior aplicables a éstos mercados (Reales Decretos) son elaboradas por el Ministerio de Economía a través de la Dirección General de Política Financiera, al que corresponde igualmente la autorización de un

En cambio en los mercados OTC, los instrumentos financieros son objeto de negociación directa por las partes (*bespoken*), normalmente fuera de un espacio físico organizado con ese fin y por medios electrónicos¹⁸⁸, sin que exista una entidad de control que regule su funcionamiento imponiendo términos, condiciones y estableciendo sanciones. Por lo tanto, los contratos negociados OTC no cuentan con la estandarización de los contratos negociados en mercados organizados, siendo tradicionalmente bilaterales¹⁸⁹ y hechos a la medida de las necesidades de las partes (*tailor made*), lo que a su vez conlleva que cada una de las partes deba asumir el riesgo de la operación, al no existir cámara de compensación o mercado intermediario que asuma los riesgos, pero ofrece una flexibilidad mayor al permitir a las partes la negociación de instrumentos a medida¹⁹⁰. Los swaps¹⁹¹, las opciones OTC sobre distintos subyacentes y los contratos a plazo o *forward* quedarían incluidos dentro de este grupo.

En los mercados OTC, la ejecución del contrato puede adoptar distintas formas, en función de la estandarización de los contratos, y de la forma de negociación, sea telefónica, por medios electrónicos o privadamente. Por tanto, en los contratos más

nuevo mercado secundario oficial de derivados a propuesta de la CNMV. En la Unión Europea, tras el desarrollo de la Directiva 2004/39 de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros (MiFID), y de acuerdo con el Título III, los Estados reservarán la autorización como mercado regulado a los sistemas que cumplan con una serie de requisitos recogidos en los artículos 37 a 45.

¹⁸⁸ RATNER, David L.; HAZEN, Thomas Lee. *Securities Regulations in a Nutshell*. Minnesota: Thomson/West, 2005, p. 24.

¹⁸⁹ Frente al carácter multilateral de los mercados organizados.

¹⁹⁰ MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. El mercado...ob. cit., pág. 24. Sobre el carácter de derivado OTC del swap vid. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., págs. 9 y ss.; ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación...ob. cit., págs. 654; y ROBERTS, Graham. *Law*...ob. cit., págs. 149 y ss.

¹⁹¹ Los swaps de tipos de interés, son pues objeto de negociación *over the counter*, es decir fuera de un mercado oficial organizado, siendo hechos a medida de las partes contratantes.

estandarizados el método de verificación y confirmación de los contratos OTC se coteja automáticamente por terceras partes¹⁹².

Los mercados OTC, se rigen por las normas generales de las obligaciones y contratos, al no existir norma de Derecho positivo que rijan la materia, de tal modo que para evitar la inseguridad en torno a las normas aplicables, se hace uso de los contratos-marco o *Master agreements* en la terminología anglosajona, elaborados por asociaciones profesionales de los mismos operadores¹⁹³.

No obstante, las características que separaban los mercados organizados de los mercados OTC, se han venido difuminando, como resultado de los movimientos competitivos de ambos segmentos, siendo la presión regulatoria sobre los mercados de productos derivados especialmente intensa en 2013, en aras a incrementar la estandarización de los contratos, encauzar la negociación de tales productos hacia los mercados organizados, focalizar su liquidación a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCPs), así como requerir el uso de registros de operaciones, los denominados *Trade Repositories* (TR)¹⁹⁴. Debemos por tanto cuestionar los caracteres de diferenciación citados a propósito de los mercados organizados y OTC.

Y es que dadas las deficientes estructuras de regulación y supervisión financiera de los mercados OTC¹⁹⁵, dichos defectos se intentaron corregir a través de los supervisores y reguladores financieros, que a instancias de los líderes del G 20,

¹⁹² En los mercados regulados, este proceso se hace automáticamente a través del sistema informatizado.

¹⁹³ La naturaleza de este contrato-marco será objeto de estudio en el capítulo III, en el apartado dedicado a la forma del SWAP.

¹⁹⁴ Con especial utilidad a propósito de los derivados OTC con dificultades para ser estandarizados. Se trata con ello de mitigar el riesgo sistémico, mejorando la gestión del riesgo, reduciendo la interconexión de posiciones y mejorando la transparencia.

¹⁹⁵ Que la crisis financiera de 2007 puso de manifiesto.

reunidos en la Cumbre de Pittsburgh (24/09/2009) ¹⁹⁶ postularon que: *“Todos los contratos derivados estandarizados OTC deberían ser negociados en mercados o plataformas electrónicas de negociación, cuando fuera apropiado, y compensados en cámaras de contrapartida central antes de fin del 2012 como máximo. Los contratos de derivados OTC deberían notificarse a los registros de operaciones. Los contratos que no se compensen en cámaras deberán estar sujetos a mayores requerimientos de capital”*¹⁹⁷.

A partir de estas recomendaciones, los trabajos realizados por las diferentes instituciones europeas y estadounidenses encauzaron sus esfuerzos en analizar las respuestas regulatorias que cumplirían las recomendaciones realizadas por el G-20. El *Financial Stability Board* (FSB) agrupó las iniciativas de estos gobiernos en cinco temáticas: cámara de contrapartida central, plataformas de negociación, estandarización de productos, centrales de información y requerimientos de capital¹⁹⁸.

El producto normativo de dichas conclusiones vio la luz a través de la Ley Dodd-Frank¹⁹⁹ en Estados Unidos, y en Europa a través del Reglamento (UE) N.º 648/2012

¹⁹⁶ Tres fueron los objetivos que se persiguieron: mejorar la transparencia en los mercados derivados, aumentar la protección contra el abuso de mercado, y reducir riesgo sistémico.

¹⁹⁷ “Estos compromisos fueron reiterados en la cumbre del G-20 en Toronto en junio de 2010 junto con el de acelerar su puesta en marcha de manera coherente y no discriminatoria a escala internacional. Finalmente, en la Cumbre del G-20 en Cannes de 2011 se acordó adicionalmente el establecimiento de requerimientos de garantías para aquellos derivados OTC que no hubieran sido objeto de compensación.” DÍAZ RUIZ, Emilio. LLUESMA RODRIGO, Pilar. «EMIR, MIFIR y DODD FRANK: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013). Papeles de la Fundación nº 51*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2013, pág. 109.

¹⁹⁸ OTC derivatives market reforms: Progress report on implementation (2011).

¹⁹⁹ Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, aprobada por el Presidente Obama, el 21 de julio de 2010. “Se trata de una extensa Ley de 849 páginas que adopta medidas de respuesta a la crisis económica y financiera en múltiples campos del ordenamiento jurídico. Así, se ocupa de materias como la estabilidad financiera, la liquidación ordenada de entidades financieras, bancarias o no (de forma que se pasa del criterio de «too big to fail» al de «too big, will fail») el sometimiento de los asesores de los hedge funds y otras instituciones a la SEC, el seguro, cambios en la regulación bancaria, contabilidad y transparencia en los mercados de swaps, supervisión de pagos y sistemas de

EMIR²⁰⁰, que se ha visto completado por el Reglamento (UE) N.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (conocido como “MiFIR”) y por el que se modifica EMIR, y la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de mayo de 2014, relativa a los mercados de instrumentos financieros (conocida como MiFID II) y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE, ambos publicados en el Boletín Oficial de la Unión Europea el 12 de junio de 2014²⁰¹.

El origen de este cambio de política se halló en la crisis²⁰², pues el colapso de

compensación, protección del inversor y mejora en la regulación de los mercados de valores, especialmente los de swaps y en los procesos de titulización, creación de la Agencia de protección al consumidor en el ámbito financiero (Bureau of Consumer Financial Protection), modificación de la normativa sobre la Reserva Federal, mejora del acceso a la actividad financiera, modificación del programa de ayuda para desprenderse de los activos «tóxicos» (TARP), o la reforma del sistema hipotecario y ley de préstamos no abusivos”. MADRID PARRA, Agustín. Respuestas...ob. cit. pág. 47-48.

²⁰⁰ El Reglamento EMIR ha sido objeto de desarrollo a través de una serie de reglamentos de ejecución y de las llamadas normas técnicas de ejecución y de desarrollo a instancia de la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA). Para un estudio pormenorizado de los Reglamentos de ejecución y de las Normas técnicas de desarrollo véase DÍAZ RUIZ, Emilio. LLUESMA RODRIGO, Pilar. «EMIR, MIFIR y DODD FRANK: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio*...ob. cit., págs. 109-135. Paralelamente otros sistemas jurídicos, han implantado sus propios regímenes.

²⁰¹ El MiFIR, que entró en vigor en 3 de julio de 2014, es de aplicación directa en todos los Estados y no necesita transposición. Sin embargo, no todos sus artículos son de aplicación inmediata, pues la mayoría se empezarán a aplicar a partir de enero de 2017, y otros a partir de enero de 2019. La Directiva, que también entró en vigor el 3 de julio, deberá estar incorporada a los ordenamientos internos de cada Estado a más tardar el 3 de julio de 2016. En todo caso, la Directiva empezará a aplicarse a partir de 3 de enero de 2018, a excepción de algunas cuestiones que se dejan para el 3 de septiembre de 2018. El propósito del legislador ha sido retrasar la aplicación de MiFIR para que coincida con la Directiva y entren en vigor de simultáneamente.

²⁰² Así señala el Reglamento (UE) N.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros y por el que se modifica el Reglamento (UE) n.º 648/2012 que “*La reciente crisis financiera ha puesto de manifiesto deficiencias en la transparencia de los mercados financieros, lo cual puede contribuir a la generación de efectos socioeconómicos nocivos. Reforzar la transparencia es uno de los principios compartidos para consolidar el sistema financiero, tal como se confirma en la declaración emitida por los líderes del G-20 en Londres el 2 de abril de 2009. A fin de reforzar la transparencia y de mejorar el funcionamiento del mercado interior para los instrumentos financieros, debe crearse un nuevo marco que establezca requisitos uniformes para la transparencia de las operaciones en los mercados de instrumentos financieros. El marco debe establecer normas exhaustivas para una amplia gama de instrumentos financieros.*” Sobre la materia véase TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. La nueva...ob. cit.

Bearn Stern en marzo de 2008, la quiebra de Lehman Brothers y la intervención de AIG, pusieron sobre la mesa la opacidad de los mercados de derivados OTC, que produjo el desconocimiento del nivel de riesgo sistémico e impidió por ende la implementación de las medidas de gestión de riesgos pertinentes. Todo ello, unido al ingente volumen de transacciones bilaterales sin una infraestructura apta para la gestión de los riesgos estructurales, supuso el caldo de cultivo de la propagación de la crisis financiera que saltó en 2007/2008²⁰³.

Se trata con ello de propiciar que los derivados OTC estandarizados usen plataformas de negociación y mejoren la gestión de sus riesgos a través de las CCPs (y sus servicios de neteo y de gestión de riesgos) y que los derivados OTC no estandarizados (es decir los hechos a medida) aumenten la transparencia de los mercados a través del registro en los *Trade Repositories* (o *Swap Data Repository* conforme a la Dodd-Frank)²⁰⁴.

Así, la Dodd-Frank postula la negociación de los swaps sujetos a obligación de compensación²⁰⁵ y “disponibles para intercambio” (MAT: *Made Available to Trade*) en los SEFs²⁰⁶ (*Swap Execution Facilities*) o DCMs (*Designated Markets Contracts*), siendo dicha obligación efectiva desde el 15 de febrero de 2014. Una vez concretadas dichas operaciones, son transmitidas a una contraparte central autorizada por el regulador norteamericano para su liquidación. Los SEFs deben estar registrados en la CFTC o en

²⁰³ BENITO, Jesús. «Los Trade Repositories y los CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio...ob.*, cit., pág. 141.

²⁰⁴ Si bien el uso de plataformas no excluye la obligación de registro (art. 9 EMIR), tal y como veremos con posterioridad.

²⁰⁵ Básicamente swaps de tipos de interés y credit default swaps con los requisitos que analizaremos posteriormente a propósito de la obligación de compensación. La lista de los swaps sujetos a obligación de compensación aparece en la página web de la CFTC (Commodity Futures Trading Commission).

²⁰⁶ Operativas desde noviembre de 2013.

la SEC²⁰⁷ pudiendo estar exceptuados si están sujetos a supervisión y regulación análoga. La implementación de la obligación de negociación obligatoria ha sido desarrollada por la CFTC en dos fases. En una primera fase, que tiene efectividad el 2 de octubre de 2013, la negociación en el SEF se convierte en disponible para los derivados OTC con carácter voluntario. En una segunda fase, se exige la comercialización de los contratos especificados para ser ejecutados obligatoriamente en SEFs. Dicho mandato incluye un amplio abanico de swaps de tipos de interés en varias monedas y con diferentes periodos de vencimiento, al igual que los CDS especificados. La concreción de los contratos objeto de comercialización obligatoria es principalmente competencia de la CFTC. Dicha obligación afecta a “*US persons*”, con independencia de quién sea la contraparte, de tal modo que aquellas transacciones concertadas por “*US persons*” con “*non-US persons*” deben ser ejecutadas en un SEF²⁰⁸. Debe ser llevada a cabo por entidades financieras y usuarios finales comerciales que no puedan ser elegibles para la excepción de usuario final

El Reglamento MiFIR impone por su parte a las contrapartes financieras y a las contrapartes no financieras que alcancen los umbrales de compensación fijados en el Reglamento EMIR, el deber de negociar los derivados los Derivados OTC de mayor envergadura (estandarizados) y cuya concreción compete a ESMA, a través de plataformas de negociación organizadas: Mercados regulados²⁰⁹, Sistemas

²⁰⁷ Tratándose de swaps cuyo subyacente sean valores.

²⁰⁸ Sobre los beneficios del uso de SEFs (reducción de costes, aumento de transparencia y liquidez...) y los potenciales problemas de fragmentación de mercados vid. BENOS, Evangelos; PAYNE, Richard; VASIOS, Michalis. «Centralized trading, transparency and interest rate swap market liquidity; evidence from the implementation of the Dodd-Frank Act». En *Staff Working Paper* No. 580, enero 2016.

²⁰⁹ Vid. arts. 64 y ss TRLMV. La MiFID define el mercado regulado como un sistema multilateral, operado o gestionado por un gestor del mercado, que reúne o brinda la posibilidad de reunir -dentro del sistema y según sus normas no discrecionales- los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos con respecto a los instrumentos financieros admitidos a negociación conforme a sus normas o sistemas, y que está autorizado y funciona de forma regular de conformidad con lo dispuesto en el título III (art. 7.14). Vid. arts. 44 y ss MiFID II.

Multilaterales de Negociación (SMN o MTFs por sus siglas en inglés)²¹⁰ y Sistemas Organizados de Contratación (SOC u OTF por sus siglas en inglés)²¹¹. Así, el 25 de mayo de 2016 se publica el Reglamento de ejecución (UE) 2016/824 de la Comisión, por el que se establecen normas técnicas de ejecución en lo que respecta al contenido y el formato de la descripción del funcionamiento de los sistemas multilaterales de negociación, los sistemas organizados de contratación y la notificación a la Autoridad Europea de Valores y Mercados, de conformidad con la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a los mercados de instrumentos financieros. Por su parte, existe un proyecto actualmente en tramitación en el Parlamento, de Reglamento Delegado de la Comisión por el que se completa el Reglamento (UE) n.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo relativo a los mercados financieros en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los criterios dirigidos a determinar si los derivados sujetos a la obligación de compensación deben estar sujetos a la obligación de negociación (C(2016)02710 - 2016/2751(DEA)) de 26 de mayo de 2016. El Reglamento (UE) n.º 600/2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros («MiFIR»), establece una obligación de negociación aplicable a las operaciones que no sean operaciones intragrupo cuando se trate de contratos suficientemente líquidos negociados por contrapartes sujetas a compensación en virtud del Reglamento (UE) n.º 648/2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones («EMIR»). La aplicación de la obligación de negociación se define en el artículo 32 del MiFIR, que describe el proceso para decidir qué derivados deben declararse sujetos a la obligación

²¹⁰ Multilateral Trading Facilities. Vid arts. 318 y ss del TRLMV. La MiFID II los concibe como un sistema multilateral, operado por una empresa de servicios de inversión o por un organismo rector del mercado, que permite reunir —dentro del sistema y según normas no discrecionales— los diversos intereses de compra y de venta sobre instrumentos financieros de múltiples terceros para dar lugar a contratos, de conformidad el título II de la citada Directiva (art. 4.1.22).

²¹¹ O sistemas de negociación de un tercer país, siempre que la Comisión haya adoptado una decisión de conformidad con el apartado 4 y que el tercer país disponga de un sistema equivalente efectivo para el reconocimiento de los centros de negociación autorizados en virtud de la Directiva 2014/65/UE para admitir a negociación o negociar derivados declarados sujetos a una obligación de negociación en dicho tercer país sobre una base no exclusiva (art. 28.1.d) MiFID II).

de negociación. Una vez que una categoría de derivados se designa como sujeta a la obligación de compensación en virtud del EMIR, la AEVM debe determinar si esos derivados (o una subcategoría de ellos) han de estar sujetos a la obligación de negociación, lo que comportará que solo puedan negociarse en un mercado regulado, un sistema multilateral de negociación, un sistema organizado de contratación o un centro de negociación de un tercer país considerado equivalente por la Comisión. Dicho sucintamente, que una categoría de derivados sujeta a la obligación de compensación deba o no estar sujeta también a la obligación de negociación vendrá determinado por dos factores principales:

- la prueba del centro de negociación, esto es, la categoría de derivados debe estar admitida a negociación o negociarse en al menos un centro de negociación admisible; y
- la prueba de liquidez, esto es, si los derivados son «suficientemente líquidos» y si existe un interés suficiente por parte de terceros en la compra y venta.

En este contexto, el artículo 32 del MiFIR faculta a la Comisión para adoptar, tras la presentación de proyectos de normas por la Autoridad Europea de Valores y Mercados (AEVM), y de conformidad con los artículos 10 a 15 del Reglamento n.º (UE) 1095/2010, actos delegados que aclaren los criterios destinados a determinar si existe interés suficiente por parte de terceros en la compra y venta de una categoría de derivados o una subcategoría pertinente de una categoría de derivados. Los proyectos de normas técnicas de regulación se presentaron a la Comisión el 28 de septiembre de 2015.

MiFID II/ MiFIR disciplinan en consecuencia una nueva clase de centro de negociación, el Sistema Organizado de Contratación (SOC) u *Organised Trading Facility* (OTF) conceptuándolo como aquel sistema multilateral, que no sea un Mercado regulado o un Sistema Multilateral de Negociación (SMN), en el que interactúan los diversos intereses de compra y de venta de bonos y obligaciones, titulizaciones,

derechos de emisión (CO2) o derivados de múltiples terceros para dar lugar a contratos²¹². La finalidad principal que se persigue al introducir este nuevo centro de ejecución, es “capturar” a los operadores “dark pool” y sistemas similares (*verbi gratia* sistemas *inter-broker*). Los operadores de las plataformas OTFs están sujetos a importantes requerimientos, como por ejemplo la prohibición de ejecutar las órdenes de los clientes contra capital propio, demandándose que las transacciones ultimadas en un OTF estén sujetas a los requerimientos de transparencia pre y post ejecución equivalentes a los reivindicados en los mercados regulados y MTF, nivelando el campo de juego para dichos actores. La creación de los OTF como categoría de sistema de negociación, reconfigura el esquema de plataformas de negociación (*trading venues*) de la MiFID, contando con las siguientes figuras: Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación y OTF. La Comisión excluye a los Internalizadores Sistemáticos del ámbito de las plataformas de negociación al no casar órdenes de terceros entre dichos terceros, sino realizarse por cuenta propia del Internalizador la compra/venta²¹³. MiFIR determina asimismo las diferencias entre los mercados secundarios oficiales, SMN y OTF. De este modo, tanto los mercados regulados como los SMN están sometidos a normas que regulan la condición de miembro, la admisión de instrumentos financieros y valores a negociación y las obligaciones de comunicación,

²¹² Artículo 4, apartado 1, punto 23, de la Directiva 2014/65/UE. Si bien EMIR establece la obligación de compensación a través de CCPs, la MiFIR propone la negociación de derivados OTC en OTFs. WYMEERSCH, Eddy. *Regulation...ob. cit.* pág. 3. Los OTF pretenden captar la negociación de productos financieros distintos de acciones que actualmente se desarrolla OTC. “*Los OTFs son una nueva categoría de plataforma de negociación operada por una empresa de inversión o por un operador de mercado que, de forma organizada, ejecuta y gestiona las órdenes de compra y de venta de terceros. En EEUU, la Ley Dodd-Frank impone la negociación de los derivados sujetos a obligación de compensación multilateral a través de plataformas de negociación organizadas, en particular a través de mercados regulados y una nueva categoría de plataforma de negociación: los Swap Execution Facility (“SEF”).*” LORRIO GIL, Andrés. «Los contratos de clearing de derivados OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...ob. cit.*, pág. 105. Sobre las actuales tendencias en EE.UU. ex Sección 732(a) (8) y sección 764 de la Dodd-Frank vid. FERRARINI, Guido A.; SAGUATO, Paolo. «Regulating Financial Market Infrastructures» (June 1, 2014). Forthcoming draft chapter, *The Oxford Handbook on Financial Regulation*, edited by Eilís Ferran, Niamh Moloney, and Jennifer Payne, (Oxford University Press). En *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 259/2014*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2450095>.

²¹³ Vid. arts. 331 y ss. TRLMV.

y en caso transparencia, si bien con distinto alcance. A diferencia de los SMN y mercados secundarios oficiales los gestores de OTF, que han de estar autorizados como empresas de servicios de inversión, pueden ejecutar órdenes con carácter discrecional, sin que obste al cumplimiento de las normas de conducta y al principio de mejor ejecución y gestión de órdenes.

La negociación de los contratos en los mercados regulados de derivados tiene lugar principalmente a través de plataformas electrónicas multilaterales (mayoritarias en los mercados europeos), de manera multilateral, y en menor medida a través de corros (*open outcry* utilizado únicamente en algunos mercados de derivados sobre materias primas). Por el contrario, la negociación en los mercados OTC tenía lugar de manera bilateral (predominantemente por vía telefónica), siendo las contrapartes las que acordaban entre sí las condiciones del contrato, con o sin intervención de un *dealer*²¹⁴. Y digo tenía, pues en los últimos años a consecuencia de este movimiento de conversión de mercados, se ha venido incrementando la negociación de instrumentos OTC a través de plataformas electrónicas multilaterales²¹⁵, manteniéndose la negociación en los mercados regulados vía aplicaciones u operaciones acordadas, que consisten en operaciones bilaterales que posteriormente se comunican al mercado para su registro en la cámara de contrapartida central. Con todo, MiFID II permite la negociación bilateral, sólo si una de las contrapartes está registrada como un

²¹⁴ “En cuanto a la operativa del mercado relativa a la ejecución de las transacciones, hay que señalar tres tipos de métodos de ejecución. En primer lugar, el llamado «mercado directo», donde los bancos negocian directamente por el sistema de voz, un segundo mercado, *inter-dealer*, por voz y electrónico, y un tercero en donde el *dealer* trata con el cliente de mercado, en plataformas de ejecución por voz o electrónicas. Sin embargo, sobre todo sigue dominando el sistema de contratación por voz, dada la naturaleza a la medida del contrato. Con relación a la confirmación de la negociación, la mayoría de las negociaciones se confirman por medios electrónicos desde 2002, a través de *markit wire*. La confirmación y la ejecución tiene lugar el *T+0*”. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. *El Mercado...* ob. cit., pág. 33.

²¹⁵ Como ejemplo Creditex, adquirida en 2008 por el mercado regulado Intercontinental Exchange, fue en 2004 la primera plataforma electrónica de negociación de los Credit Default Swaps -CDS- que también pueden negociarse en otras plataformas como MarketAxess y Tradeweb.

“internalizador sistemático”²¹⁶ y para el caso de swaps de tipos de interés no estandarizados.

En la misma línea, otra de las diferencias tradicionales entre ambos mercados y que se hallaba en la intervención de una cámara de contrapartida central (CCP)²¹⁷ que garantizase el buen fin de los contratos registrados en los mercados regulados, inexistente a propósito de los contratos OTC, ha dejado de ser factor decisivo en la discriminación de ambos mercados²¹⁸, al exigirse actualmente la compensación de todos los contratos de derivados extrabursátiles, que cuenten con los niveles mínimos de estandarización y liquidez fijados por ESMA tal y como vimos en el Capítulo I (art. 4 del Reglamento EMIR)²¹⁹.

²¹⁶ La MiFID II define al Internalizador sistemático la empresa de servicios de inversión que, con carácter organizado, frecuente, sistemático y sustancial, negocia por cuenta propia cuando ejecuta órdenes de clientes al margen de un mercado regulado o un SMN o un SOC sin gestionar un sistema multilateral (art. 4.1.20).

²¹⁷ El Banco Internacional de Pagos (BIS) define la CCP como “una entidad que actúa como comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador para una serie específica de contratos, por ejemplo, aquellos que se ejecutan en un mercado o bolsas particulares”. Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). *A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems*. Switzerland: 2003. En todo caso “la figura legal por la que la CCP se interpone entre comprador y vendedor se conoce como novación que consiste en la sustitución del contrato original entre las contrapartes por otro nuevo de cada uno de ellos con la CCP.” GONZÁLEZ PUEYO, Javier. *Organización...ob.*, cit., pág. 27.

²¹⁸ En septiembre de 1999 LCH.Clearnet lanzó SwapClear, una cámara de contrapartida central para Swaps sobre tipos de interés. Se cita también el servicio de contrapartida central para CDS del 22 de diciembre de 2008 por parte de Bclear, que también ofrece servicios de contrapartida central a contratos OTC sobre materias primas (cacao, café y azúcar).

²¹⁹ La obligación de *clearing* se aplica tanto a entidades financieras (ex art. 2.8. del Reglamento EMIR, son contrapartes financieras: una empresa de inversión, una entidad de crédito, una empresa de seguros, una empresa de reaseguros, un OICVM, y su sociedad de gestión, un fondo de pensiones de empleo y un fondo de inversión alternativo gestionado por GFIA autorizados o registrados) como no financieras, si bien respecto a éstas últimas el umbral de compensación ex art. 11 del Reglamento Delegado de la Comisión nº 149/2013 de 19 de diciembre de 2012, es de: a) 1.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre crédito; b) 1.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre renta variable; c) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre tipos de interés; d) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre divisas; e) 3.000 millones EUR de valor nominal bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre materias primas y otros contratos de derivados extrabursátiles no especificados en las letras a) a d). Véase

Para aquellos contratos que no cumplan las especificaciones de estandarización y liquidez señaladas por ESMA, se establecen unos mecanismos obligatorios de mitigación del riesgo bilateral e intercambio de colaterales idóneos entre las partes²²⁰, sobre cuyo análisis daremos justa cuenta al tratar de las obligaciones de las partes.

Por otro lado, desde el 12 de febrero de 2014, los principales términos de las operaciones de derivados deben ser objeto de registro en un *Trade Repository*, que se configura como un registro de los detalles de los contratos sobre instrumentos derivados OTC. Para relacionarse con el repositorio es necesario contar con un

BOADA MORALES, Sebastián. «Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando el campo de juego». En *Revista de Derecho Privado*, núm. 50, 2013, págs. 6 y ss. Señala al efecto, que actualmente sólo dos clases de swaps han sido sujetos a compensación obligatoria en la Ley Dodd-Frank: los swaps de tipos de interés y los *credit default swaps*. Siendo así, interesa destacar que la existencia de compensación obligatoria no supone que los derivados OTC dejen de existir, no sólo porque su alcance se limita a las categorías de derivados mencionadas, sino por las excepciones existentes en materia de compensación central, como por ejemplo la excepción de usuario final conforme la Dodd-Frank, los segmentos de mercado que no cumplen con los requisitos de las cámaras de compensación, la falta de liquidez de algunos mercados, que hace poco funcional la liquidación obligatoria y el alcance de las jurisdicciones en las que se aplica, es decir EE.UU. y Europa.

²²⁰ Estos mecanismos incluyen la obligación de confirmación oportuna, la puesta en marcha de mecanismos para la conciliación de carteras, la compresión de carteras, la resolución de litigios y, por último, la valoración diaria e intercambio de garantías y requerimientos de capital. Así “*en aquellos casos en los que los contratos de derivados OTC, por sus especiales características o grados de «customización» no son susceptibles de ser gestionados por una CCP, EMIR establece una serie de requerimientos técnicos en la gestión bilateral del riesgo que permitan al supervisor comprobar que las contrapartes actúan con la debida diligencia, mediante el empleo de procedimientos adecuados, establecidos para medir, controlar y mitigar los riesgos de contraparte y operativos (...)*.” BENITO, Jesús. «Los Trade Repositories y los CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio...* ob. cit., pág. 144. El BCBS y IOSCO publicaron en septiembre de 2013, la política final que recoge los estándares mínimos de garantías para derivados OTC compensados bilateralmente. El 15 de marzo de 2015, IOSCO y BCBS, acordaron retrasar la aplicación de dicha política al 16 de septiembre de 2016, debido a las complejidades operativas y legales. En EE.UU. conforme la Dodd-Frank, la negociación de swaps catalogados como *uncleared swaps* exige la obligación de aportar márgenes de garantía inicial y de variación, cuyos umbrales dependen de que la contraparte sea un Swap Dealer (SD) o un Major Swap Participant (MSP), y la otra contraparte sea otro SD o MSP, una *financial entity*, o una contraparte no financiera. Del mismo modo, las contrapartes no financieras deben satisfacer ciertos márgenes de garantía si sobrepasan el umbral permitido en las reglas que dicte la CFTC. Las reglas dictadas por CFTC y la SEC siguen pendientes de entrada en vigor, dado el retraso en la aplicación de los estándares internacionales emitidos por IOSCO y BCBS.

identificador de entidad jurídica (LEI)²²¹ que, en el caso español, está ya emitiendo el Registro Mercantil²²². A fecha de 6 de marzo de 2014, en un comunicado conjunto del Ministerio de Economía y Competitividad, el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Justicia, se puso de relieve que el *Regulatory Oversight Committee* (ROC)²²³ reconoce formalmente al Registro Mercantil como pre-LOU²²⁴.

Ya en noviembre de 2013, el registro europeo de operaciones con derivados OTC (Trade Repository) Regis-TR, desarrollado conjuntamente por BME y la Bolsa Alemana, recibió la autorización del supervisor europeo ESMA para operar. Es un registro europeo para operaciones con derivados tanto OTC como cotizados en mercados organizados, sobre múltiples clases de activos para cumplir con la nueva regulación europea EMIR. REGIS-TR ha comenzado a operar como “trade repository” en enero de 2014.

En aras a obtener mayor transparencia de los mercados OTC, y puesto que a diferencia de los mercados regulados, la actividad del mercado OTC no está sujeta a la supervisión directa de los reguladores²²⁵, se incluye en nuestro derecho una significativa novedad a través del art. 89.1 TRLMV que establece que *“las empresas de servicios de inversión y entidades de crédito que ejecuten operaciones sobre instrumentos financieros deberán comunicarlás a la Comisión Nacional del Mercado de*

²²¹ Acrónimo de *Legal Entity Identifier*, código alfanumérico de 20 caracteres que permite a las contrapartes de un contrato de derivados quedar identificadas inequívocamente a nivel internacional.

²²² En este sentido véase la Instrucción de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24 de enero de 2014, por la que se determinan los Registros Mercantiles habilitados para emitir y gestionar en España el Código Identificador de Entidad Jurídica, y por el que se dan instrucciones, con carácter provisional, para su puesta en marcha.

²²³ Órgano responsable de la supervisión y el buen funcionamiento del sistema global LEI.

²²⁴ Para acceder a la versión electrónica del citado comunicado, véase: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8911366f-04aa-4909-bdfa-5ce18420e79f}>

²²⁵ Si bien, las entidades de crédito (a excepción de los *hedge funds*) que a mayor abundamiento, vienen a ser los principales participantes, sí están sujetos a dicha supervisión.

*Valores a la mayor brevedad posible y, en lo que se refiere a los datos recogidos en el artículo 91.1, a más tardar, al finalizar el siguiente día hábil a su ejecución*²²⁶ⁿ.

Por último, se decía igualmente que la estandarización de los contratos negociados en los mercados regulados de derivados²²⁷ y consecuente fungibilidad de los mismos era un elemento de diferenciación de estos contratos y los negociados OTC. Esta característica sumada a la anterior (negociación en plataformas multilaterales) permite que los contratos de derivados negociados en mercados regulados puedan cancelarse antes de su vencimiento mediante una operación de signo contrario. No obstante, en los últimos años, se ha observado un incremento notable de la estandarización de los contratos negociados en mercados OTC, siendo el porcentaje de los contratos negociados en plataformas electrónicas y liquidados a través de CCP cada vez más elevado²²⁸.

3. El swap de tipos de interés como producto complejo: implicaciones

²²⁶ Como hemos constatado con anterioridad a propósito del concepto de instrumento financiero (que contiene el artículo 2 del TRLMV) dicha comunicación recoge la casi totalidad del elenco de derivados y subyacentes conocidos hasta la fecha, e incluye por tanto, la totalidad de instrumentos financieros previstos en la sección C del Anexo I de la MiFID, con independencia de que sean o no negociados en un mercado regulado (OTC) y sin delimitar tampoco esta circunstancia al subyacente del contrato. En todo caso *“la reforma de la Ley española ha sido especialmente ambiciosa ya que la obligación de comunicación de operaciones del artículo 25.3 de la MiFID se circunscribe, exclusivamente, a las operaciones sobre instrumentos financieros admitidas a cotización en un mercado regulado, excluyendo por tanto a los OTC.”* GONZÁLEZ PUEYO, Javier. *Organización...*ob. cit., pág. 26.

²²⁷ En efecto los contratos negociados en los mercados regulados se hallan altamente estandarizados con respecto a aspectos tales como su nominal, fecha de vencimiento, fluctuación mínima de precios (tick), o forma de liquidación a vencimiento.

²²⁸ Esta estandarización está especialmente desarrollada a propósito de los swaps de tipos de interés y de los derivados sobre crédito.

Es frecuente la calificación del swap de tipos de interés como un contrato complejo, habida cuenta la dinámica de su funcionamiento y la complicación que conlleva para el cliente no experto descifrar el clausulado del contrato. Dicha particularidad es destacada por los tribunales en aras a evaluar la comprensión del swap de tipos de interés, y de este modo ponderar el carácter en su caso excusable del error que haya podido experimentar el cliente²²⁹.

De igual modo, los contratos complejos como el swap, están sujetos a requisitos más rigurosos de información, tal como veremos en el capítulo IV, que exigen aplicar a clientes minoristas el llamado test de conveniencia, con el objeto de constatar sus conocimientos y experiencia y verificar si comprende el producto en cuestión y éste se adecúa a su perfil.

Aquellos productos que ostentan la condición de complejos quedan reflejados en el art. 2 apartados 2 a 8 TRLMV²³⁰, ex art. 217.3 b) TRLMV. Téngase en cuenta la entrada en vigor el 5 de febrero de 2016 de la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, que impone a las entidades de crédito e inversión²³¹ con carácter previo a la comercialización de los productos de inversión a clientes minoristas, la necesidad de clasificar los productos, por riesgo, liquidez y complejidad (art. 11). Las alertas sobre

²²⁹ Vid SAP Asturias-Oviedo (secc. 5ª) de 23 de julio de 2010 (FD 3º), Badajoz (secc. 2ª) de 17 de mayo de 2011 (FD 6º), Girona (secc. 1ª) de 18 de febrero de 2011 (FD 2º y 3º), Las Palmas (secc. 5ª) de 16 de septiembre de 2011 (FD 2º)...

²³⁰ En idéntico sentido art. 19.6 MiFID. Por otro lado, el art. 38 de la Directiva 2006/73, afirma que son instrumentos financieros no complejos los no listados en el art. 4.1.18.c y en la sección C del anexo I puntos 4 a 10 de la MiFID, entre los que se encuentra el swap de tipos de interés, siendo por ende de naturaleza compleja. Vid. CNMV, Guía sobre catalogación de los instrumentos financieros como complejos o no complejos, de 14 de octubre de 2010 y la Consulta de la CNMV relativa a un sistema de clasificación de instrumentos financieros e identificación de productos especialmente complejos, de 8 de septiembre de 2014. FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. «Anulación de los contratos de swap por defectuosa información al cliente». En *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, 2010, pág. 380.

²³¹ Sobre el alcance subjetivo de la Orden, vid. art. 3.

complejidad, deberán incluirse en las comunicaciones publicitarias sobre los productos financieros que incluyan información concreta sobre sus características y riesgos, y en la descripción general de la naturaleza y los riesgos del producto financiero que deba facilitarse a los clientes actuales o potenciales con carácter previo a la adquisición conforme al art. 64 RD 217/2008. De este modo, en el caso de que se comercialice un swap de tipos de interés, deberá acompañarse una alerta, que indique que se trata de un producto complejo y difícil de entender, precedida de un signo de exclamación²³².

4. El swap de tipos de interés como contrato atípico: examen de las diferencias existentes con otras categorías contractuales

Por la regulación existente, estamos en presencia de un contrato atípico, dada la falta de una regulación sistemática y acabada de esta figura jurídica, pero lícito al amparo del art. 1255 C.C. y 50 del C. de Comercio²³³.

No obstante, se trata de una atipicidad *sui generis*, pues el SWAP es un contrato nominado (art. 2 TRLMV) y está dotado de cierta tipicidad social, habida cuenta que surge en el tráfico jurídico de conformidad a los usos de los agentes que intervienen en su conclusión, siendo tangencialmente objeto de regulación principalmente a través de normas de control y supervisión.

Este último factor, evita a nuestro juicio la aplicación de teorías que colman las lagunas contractuales en el SWAP de tipos de interés, y soslaya la problemática

²³² De conformidad con el art. 9.3. y el apartado 6 del anexo de la citada Orden: *El texto de la alerta sobre complejidad será, de conformidad con el apartado 6 del anexo, el siguiente: «! Producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender.»*

²³³ SAP Asturias, Sec. 5ª, de 23 de julio de 2010.

aplicación a esta figura de normas correspondientes a tipos contractuales que no encajarían con la estructura, función y naturaleza del SWAP, evitándose con ello efectos no deseados entre las partes contratantes.

Se bien se trata de un contrato huérfano de regulación jurídica, al carecer nuestro Código de Comercio de una regulación sistemática y acabada de los contratos bancarios en general, y del SWAP en particular²³⁴, no obsta para que el SWAP de tipos de interés venga reconocido y parcialmente regulado en diversos textos legales²³⁵.

Es por ello que lo primero que debemos constatar es la existencia de un conglomerado de normas que contemplan el SWAP²³⁶, y que como pone de manifiesto cierta doctrina²³⁷ obligan a matizar la cuestión de su atipicidad²³⁸.

²³⁴ Lo que se presta a cierta controversia en torno al régimen jurídico aplicable. Téngase en cuenta no obstante que existe un anteproyecto de ley del Código Mercantil aprobado por el Gobierno que contendrá preceptos relativos a los contratos bancarios y de financiación. Vid. MORILLAS JARILLO, María José; PERALES VISCASILLAS, Pilar (dirs.). *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, 2131 p. Disponible en: <http://e-archivo.uc3m.es/handle/10016/21115>

²³⁵ Las principales referencias vienen de la mano de normas de carácter fiscal que omitiremos ante la necesidad de centrar nuestro enfoque en las normas reguladores del régimen jurídico del SWAP. Normativa Fiscal, entre otra y fundamentalmente, el art. 20.1, 18º, d) de la Ley 37/1992, de 28 de diciembre del Impuesto sobre el Valor Añadido, que declara exentas de dicho impuesto las operaciones de permuta financiera, la Circular 1/1991, del Banco de España que desarrolla diversas medidas sobre liberalización del control de cambios dentro de la pauta marcada por el RD 1816/1991, de 20 de diciembre, el RD Ley 2/2003, de 25 de abril), de medidas de reforma económica, en su art. 19 regula los instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés de los préstamos hipotecario o la Ley 36/2003 de 11 de noviembre, sobre medidas de reforma económica, igualmente, donde se regulan estos contratos de cobertura de riesgos de incremento de tipos de interés.

²³⁶ Principalmente textos legales contables, fiscales, de negociación, sobre “quiebra” (ahora concurso) etc. Existen así referencias al SWAP v.g. en el art. 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores según redacción dada por la Ley 37/1998, de 16 noviembre y modificado por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, en la ley 37/1992, de 28 de diciembre, del Impuesto sobre valor añadido, en la Resolución de la Dirección General del Tesoro de 17 de febrero de 1984, que hace referencia al swap de divisas entre residentes y no residentes en España, etc.

²³⁷ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., págs. 168 y ss.

²³⁸ Téngase en cuenta que el anteproyecto de Código de Comercio aprobado el 5 de mayo de 2014, prevé la regulación de los contratos financieros. Hasta su entrada en vigor no sabremos qué alcance tendrá la nueva regulación de dichos contratos y hasta qué punto el SWAP será recogido como contrato.

Podemos así conceptualizar los contratos atípicos como aquellos cuyo contenido se haya carente de una regulación legal, y típicos *a contrario sensu* aquellos a los que el ordenamiento dota de una disciplina jurídica propia.

Ello no conlleva la inexistencia de lagunas en los contratos típicos, pues regular todas las posibles contingencias que la realidad jurídica pueda deparar, es un hecho inabarcable. Ni tampoco la ausencia de normas a propósito de los contratos atípicos, en la medida que dichas normas no contemplen el contrato de una forma sistemática y acabada.

A estos efectos dentro de los contratos atípicos se tiende a distinguir entre los contratos atípicos puros, que son aquellos que carecen de regulación y difieren en todos sus aspectos de los contratos típicos; los contratos mixtos, que suponen una combinación de tipos contractuales diversos; y los contratos atípicos *sui generis*, que dotados de causa única y mencionados por ley a través de ciertas normas que palian su atipicidad jurídica, carecen de una regulación con sustantividad propia²³⁹.

Es por ello que el SWAP se define como un contrato atípico *sui generis*²⁴⁰, pues siguiendo el criterio de ciertos autores²⁴¹ a propósito de los derivados financieros, no existe norma “*que los ampare desde la perspectiva del régimen contractual aplicable, pues la mayor parte de la normativa desarrollada al efecto ha tenido lugar con una finalidad de control y supervisión de su utilización.*”

²³⁹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., p. 69.

²⁴⁰ Véase en este sentido ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs.101 y ss.

²⁴¹ Señala SANZ, que son contratos atípicos “*aquellos que carecen de una normativa aplicable prevista en la ley (...) que haya sido sancionada legalmente (...) [por lo tanto] los productos financieros derivados son en definitiva contratos atípicos por cuanto no ha previsto el legislador la normativa aplicable a los mismos (...) que los ampare desde la perspectiva del régimen contractual aplicable, pues la mayor parte de la normativa desarrollada al efecto ha tenido lugar con una finalidad de control y supervisión de su utilización.*” SANZ CABALLERO, Juan. *Derivados...*ob. cit., págs. 232 y 237.

A colación de esta problemática debemos diferenciar los contratos típicos y atípicos de los nominados e innominados.

Siguiendo la pauta marcada por el Derecho Romano, son muchos los autores que identifican los conceptos de atípico e innominado²⁴², pero no en vano²⁴³ dicha categorización ha sido modernamente relegada por la de negocios típicos y atípicos.

Debemos no obstante subrayar que se trata de conceptos que merecen ser diferenciados, por cuanto la atipicidad atañe a la carencia de regulación²⁴⁴ mientras que el innominalismo alude a la ausencia de un *nomen iuris* aceptado por los usos y costumbres. De este modo el SWAP, pese a ser atípico es un contrato nominado.

¿Cuál es la razón de esta atipicidad? Podemos dar respuesta a esta pregunta señalando que²⁴⁵ el fenómeno de la atipicidad surge bien porque el ordenamiento jurídico, a la retaguardia siempre de las necesidades económico-sociales, puede suplir dicha laguna, o bien porque los sujetos afectados por la carencia jurídica no han requerido aún la intervención estatal.

²⁴² Ciertamente el sector doctrinal identifica los conceptos de atípico e innominado, e igualmente se hace eco de la antigua clasificación, distinguiendo entre los contratos nominados e innominados. Así por ejemplo MESSINEO señala al efecto que “*por contrato innominado en antítesis a contrato nominado, se entiende aquel para el cual la Ley no ha dispuesto previamente una particular disciplina jurídica.*” MESSINEO, Francesco. *Doctrina general del contrato*. 2 Tomos. Buenos Aires: El Foro, 1986, p. 378.

²⁴³ CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio jurídico*. Madrid: Civitas, 1985, p. 202.

²⁴⁴ En concordancia con esta concepción podemos definir el contrato atípico, como “*aquel que, aun mencionado por la Ley, está desprovisto de una normación específica, a menos que la mención del contrato se haga por la Ley en tal lugar que se pueda inducir por vía de remisión la disciplina jurídica aplicable.*” JORDANO BAREA, Juan Bautista. *Los contratos atípicos*. Madrid: Instituto Editorial Reus, 1953, p. 68.

²⁴⁵ “*El fenómeno de la atipicidad surge cuando el ordenamiento jurídico, que siempre va a la zaga de las necesidades económico-sociales, no ha dado respuesta al nacimiento de una nueva institución, bien porque el propio ordenamiento puede suplir esta omisión, bien porque todavía los sujetos involucrados en la necesidad negocial no han solicitado una intervención estatal.*” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...* ob. cit., p. 98.

Por su parte se debe advertir²⁴⁶ que la atipicidad es una cuestión intrínsecamente vinculada con la causa del contrato²⁴⁷, lo cual nos lleva a plantearnos si cuenta el SWAP con unidad de causa, y qué relación existe entre causa y tipicidad social.

Para dar respuesta a estas preguntas, debemos distinguir entre los conceptos de tipicidad legal y tipicidad social²⁴⁸.

La tipicidad legal alude a la existencia de normas reguladoras de negocios que definen un modelo, de modo que los negocios que puedan amoldarse a tales modelos serán concebidos como típicos, mientras que los que no tengan encaje en ninguno de ellos son los atípicos. La tipicidad social, por su parte, refiere a modelos (convenios), *“que han venido cuajando en tipos socialmente bien definidos, de significación conocida y firme, que han logrado escapar de la nebulosa de los negocios atípicos, gracias a su utilización continuada, a su importancia social o a una especial elaboración doctrinal”*²⁴⁹.

²⁴⁶ DÍAZ RUIZ, Emilio. *Contratos...*ob. cit., pág. 102.

²⁴⁷ Y que en el caso del SWAP puede ser de cobertura de riesgos, especulación o arbitraje. Como subraya cierta doctrina a propósito de los contratos atípicos *“donde haya una causa única, aunque compleja, habrá unidad de contrato; en cambio, donde haya pluralidad de causas, habrá pluralidad de contratos, y si, como es mucho más frecuente, se tratara de causas correspondientes a otros tantos contratos nominados, habrá pluralidad de contratos nominados, o, en última hipótesis, pluralidad de contratos nominados y de contratos innominados”*. MESSINEO, Francesco. *Doctrina...*ob. cit., p. 393.

²⁴⁸ *“Observemos bien, que al hablar de tipicidad nos estamos refiriendo a la regulación que hace el ordenamiento jurídico, sin especificar la fuente que cumple dicha función, por lo que debemos entender que esa tipificación se puede presentar por medio de la ley, pero también por otras fuentes del derecho. De ahí que la doctrina clasifique la tipicidad en social y legal.”* CAMACHO, María Elisa. «Régimen jurídico aplicable a los contratos atípicos en la jurisprudencia colombiana». En *Revista e-mercatoria*, nº 1, 2005, p. 57.

²⁴⁹ CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio...*ob. cit., p. 202 y 207. GETE-ALONSO Y CALERA, María del Carmen. *Estructura y función del tipo contractual*. Barcelona: Bosch, 1979, p. 21, señala que *“Entonces, lógicamente frente a una tipicidad que pudiera denominarse legal y que aparece en la descripción y regulación que efectúan el Código Civil y leyes especiales; cabe hablar de una tipicidad social.”*. Esta autora limita la atipicidad contractual a los contratos carentes tanto de tipicidad legal como social.

Es cierto que cuando la doctrina habla de tipicidad social, alude a contratos que carecen de regulación legal, pero cuya reiteración conduce a la asignación de un nombre (*nomen iuris*) e incluso a un desarrollo normativo ulterior, que si bien no está recogido en ley alguna, mana de los usos y costumbres y es aceptada por la doctrina y jurisprudencia²⁵⁰.

La regulación del SWAP²⁵¹ puede remontarse a la década de los 80 en virtud de la autorregulación de los operadores de éste ámbito. Por su parte conviene recordar²⁵² el nacimiento de un corpus de usos vinculados a la creación de los contratos tipo, apropiados para colmar las lagunas legales y contractuales. En consecuencia, los códigos anexos a los contratos marco ISDA, hacen acopio de los términos de uso habitual por los dealers, cuyo alcance está tácitamente sobrentendido por los mismos.

Este corpus de usos intensifica la tipicidad social del SWAP, y le permite erigirse en una figura con entidad propia. Se evita con ello la aplicación de las teorías que colman las lagunas de los contratos atípicos²⁵³ y por ende la inseguridad que

²⁵⁰ Recordemos con DÍEZ-PICAZO, que el concepto de tipicidad social surge en la doctrina italiana y se introduce en nuestro ordenamiento a través de Jordano Barea y Puig Brutau. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I. 6ª ed. Madrid: Civitas, 2007, p. 385. Al efecto SANZ, si bien dentro del ámbito de los derivados financieros, viene a calificarlos de *contratos socialmente típicos*, ya que a pesar de carecer de una disciplina normativa consagrada en la ley, su utilización en el tráfico los dota de un *nomen iuris*. Con respecto al swap declara que “*como figura contractual nominada aunque no tipificada legalmente, pero existente en la realidad de la contratación financiera, lo que permite calificarlo de contrato socialmente típico, rasgo del que participa junto con las restantes especies de productos financieros derivados y cuyo elemento definitorio lo constituye el compromiso recíproco de las partes al objeto de asegurarse un valor determinado en diversas fechas futuras para un concreto instrumento financiero, valor que generalmente viene referido al precio de mercado de contado del citado activo subyacente en la(s) fecha(s) estipulada(s) al efecto en el contrato*”. SANZ CABALLERO, Juan. *Derivados...*ob. cit., págs. 232, 237 y 476.

²⁵¹ Destaca este autor que: “*En este sentido, el desarrollo de reglas o condiciones muy detalladas elaboradas por asociaciones profesionales es una de las características del sector*”. CHECA MARTÍNEZ, Miguel. «Otras modalidades contractuales (II)». FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos (coord.). *Derecho del comercio internacional*. Madrid: Eurolex, 1996, p.369.

²⁵² ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs. 102 y 103.

²⁵³ Las teorías de la combinación, de la absorción, la analogía o el interés dominante. Véase al efecto CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio...*ob. cit., pág. 208.

conllevaría la elección de un tipo contractual concreto con los subsiguientes efectos contraproducentes producto de dicha elección.

Pero ¿qué valor tienen esos usos? ¿Se trata de usos en sentido de costumbres? ¿Se pueden calificar como fuente del derecho? ¿O tienen un mero valor interpretativo? ¿Qué relación tienen dichos usos con la Lex mercatoria?

Si bien costumbre y uso son dos términos de difícil acotamiento en nuestro ordenamiento, podemos definir la costumbre²⁵⁴ como la norma creada e impuesta por el uso social, y los usos²⁵⁵ como normas de Derecho objetivo creadas por la observancia repetida, uniforme y constante de los comerciantes en sus negocios. En el uso está ausente la “*opinio iuris seu necessitatis*”, si bien esta afirmación debe matizarse a propósito de los usos normativos, pues según la función del uso sea interpretativa o reguladora, distinta será su eficacia: en el primer caso, tiene fuerza de voluntad negocial, y en el segundo, de norma supletoria²⁵⁶.

Los usos interpretativos integran la voluntad de las partes, “*ya supliendo las cláusulas insertas generalmente en los actos mercantiles, ya fijando el sentido de las palabras oscuras, concisas o poco exactas que suelen emplear los comerciantes, ya finalmente para dar al acto o contrato de que se trata el efecto que naturalmente debe tener, según la intención presunta de las partes*”²⁵⁷.

²⁵⁴ CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Derecho civil de España I*. Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1949, p. 363.

²⁵⁵ URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. Madrid: Marcial Pons, 2001, 28ª ed., p. 20.

²⁵⁶ CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Derecho civil...*ob. cit., págs. 399 y 400.

²⁵⁷ Exposición de Motivos del C. de c., aprobado por RD de 22 de agosto de 1885.

No obstante interesa recalcar que²⁵⁸ los usos normativos constituyen, el Derecho consuetudinario propiamente dicho, siendo normas de Derecho objetivo que se imponen a la voluntad de las partes, salvo que éstas expresamente las excluyan.

Y es que se debe constatar que la opinión mayoritaria²⁵⁹ basándose en el tenor literal del art. 2 del C.de c. y a través de una interpretación sistemática del mismo, entiende que el término “uso” se invoca como costumbre mercantil, siendo de este modo fuente de Derecho objetivo²⁶⁰.

Esta aserción resulta contradictoria con la redacción de la Exposición de Motivos del C. de c.²⁶¹ que al efecto indica: *“los usos del comercio se admiten por el Proyecto, no como derecho consuetudinario, sino como reglas para resolver los diversos casos particulares que ocurran”*, lo cual parece excluir la conformación como costumbre del uso.

Ello se debe a que la EM alude únicamente a los llamados usos “negociales” que se desenvuelven en el ámbito de los negocios jurídicos, ejerciendo una labor interpretativa o integradora de los contratos. Y es en este marco donde pretendemos ubicar los usos generados a propósito de los contratos marco del SWAP, que como

²⁵⁸ OLIVENZA RUIZ, Manuel. «Las fuentes del Derecho Mercantil». JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J (coord.). *Derecho Mercantil I*. Barcelona: Bosch, 2009, 13ª ed., p. 52.

²⁵⁹ En este sentido véase GARRIGUES, Joaquín. *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Vol. I. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1947, p.143-166. SÁNCHEZ CALERO, Fernando; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *Instituciones de Derecho Mercantil. Vol. I*. Navarra: Thompson-Aranzadi, 2013, 36ª ed., 877 p.

²⁶⁰ Hecho que corrobora el art. 1.3. del C.c. a propósito de los usos normativos y a cuyo el tenor: *“Los usos jurídicos que no sean meramente interpretativos de una declaración de voluntad tendrán la consideración de costumbre.”*

²⁶¹ En adelante EM.

usos profesionales, son a nuestro juicio usos de naturaleza interpretativa o integradora del contrato de SWAP²⁶².

El valor de estos usos se aborda en el artículo 2 del C. de c., cuyo párrafo primero establece que: *“los actos de comercio, sean o no comerciantes los que los ejecuten, y estén o no especificados en este Código, se regirán por las disposiciones contenidas en él; en su defecto, por los usos del comercio observados generalmente en cada plaza; y a falta de ambas reglas, por las del Derecho común”*.

Debemos constatar que este *peculiar* sistema prelativo de fuentes²⁶³, que sitúa al uso inmediatamente después de la norma escrita, se aplica, no a toda la materia

²⁶² Al eliminar la reforma del título preliminar de 1974 la referencia a los usos locales, la doctrina interpretó que dicho cambio se disponía a englobar los usos profesionales en el concepto costumbre, erigiéndose en norma jurídica, afirmación que no compartimos, al distinguir claramente el art. 1.3 CC la costumbre de los usos normativos y meramente interpretativos. GONDRA ROMERO, niega así el carácter de costumbre a los usos profesionales. GONDRA ROMERO, José María. «La moderna “Lex Mercatoria” y la Unificación del Derecho del Comercio Internacional». *En Revista de Derecho Mercantil*, nº 127, enero-marzo, 1973, p. 26 y 27. En este sentido dice GARRIGUES que en base al art. 2, el C. de c. está aludiendo a los usos normativos *stricto sensu*, pues: a) El art. 2 no menciona a los contratos, sino a los actos de comercio, que son hechos jurídicos en los cuales no puede intervenir la voluntad humana, y por ende no requieren de interpretación. b) El art. 2 señala que los usos se regirán, pero no indica que se interpretarán, siendo pues elemento de imperatividad, propio de las normas jurídicas. GARRIGUES, Joaquín. «Los usos de comercio (Significación del uso para el Derecho Mercantil)». *En RDP*, 1944, p. 835.

²⁶³ Debemos matizar esa peculiaridad, pues como hemos constatando, es opinión mayoritaria la conceptualización del uso del comercio como costumbre a través del art. 1.3. C.c. En el Derecho Mercantil no es propio hablar de una jerarquía de fuentes distinta de la estipulada en el Derecho común (art. 1.1. C.c.) pues rige primero la ley, luego la costumbre, y a falta de ambas los principios generales del derecho (art. 1.4 C.c.). La especialidad radica no en las fuentes *per se*, o en el orden de prelación de las mismas, sino en la materia contractual, donde por virtud del art. 50 del C. de c. prevalece el derecho común sobre el uso a falta de norma mercantil. Como señala OLIVENCIA. *“La aspiración a una doctrina de las fuentes propias del Derecho mercantil fue una postura expresiva de los pronunciamientos autonomistas que pretendían la independencia de éste frente al común. Pero no existen, en realidad, ni fuentes propias del Derecho mercantil ni una jerarquía de fuentes distinta de la establecida en el Derecho común. El art. 2º. C. de c. no introduce una doctrina de fuentes, sino que trata de una tema distinto: la primacía del Derecho especial respecto del común en la regulación de la materia mercantil.”* OLIVENZA RUIZ, Manuel. «Las fuentes del Derecho Mercantil». JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J (coord.). *Derecho...ob. cit.*, p. 46.

mercantil, sino a los “actos de comercio²⁶⁴”, y se ve alterado cuando la norma civil es imperativa, o la propia ley mercantil invoca la norma civil para regular un supuesto concreto²⁶⁵.

En función de este precepto parece que la materia contractual mercantil, y por ello el régimen contractual del SWAP debe regirse por el Derecho común, a falta de norma en el Código o en la normativa especial mercantil, reduciéndose con ello la importancia del uso de comercio en un ámbito en el cual, cabalmente, debería ostentar una mayor relevancia²⁶⁶.

Sin embargo debemos mantener la prevalencia del uso sobre el derecho común “*si se halla expresamente establecido en este Código o en leyes especiales*”. Además, las materias enumeradas en el art. 50 del C. de c. no acotan la totalidad del ámbito contractual mercantil, quedando fuera de su ámbito el contenido del contrato y por ende los derechos y obligaciones, que quedan referidos al régimen del art. 2 del C. de c.

²⁶⁴ Autores como VINCENT CHULIÁ incluyen en la expresión “*actos de comercio, todas las relaciones mercantiles (actos jurídicos, actividades y negocios) y no sólo los contratos*”. VINCENT CHULIÁ. *Introducción...*ob. cit., p. 68.

²⁶⁵ A este respecto señala el art. 50 del C. de c. que “*los contratos mercantiles, en todo lo relativo a sus requisitos, modificaciones, excepciones, interpretación y extinción y a la capacidad de los contratantes, se regirán en todo lo que no se halle expresamente establecido en este Código o en Leyes especiales por las reglas generales del Derecho común*”.

²⁶⁶ VINCENT CHULIÁ afirma que la invocación al Derecho común a través del Código de Comercio cumple dos finalidades: como derecho supletorio (art. 2 del C. de c.) y como derecho integrador del Derecho Mercantil, y donde el Derecho común tendrá aplicación prioritaria a los usos de comercio, (como así dispone el art. 50 del C. de c.) a propósito de los contratos mercantiles. VINCENT CHULIÁ. *Introducción...*ob. cit., p. 72.

Por último no debemos obviar la importancia del principio de libertad contractual que ex art. 1255 del C.c. puede concretar la aplicabilidad preferente del uso mercantil sobre las reglas del Derecho común²⁶⁷.

Se debe constatar que la aplicación preferente de los usos en materia contractual mercantil no ofrece unanimidad doctrinal²⁶⁸. Quizás la omisión de los usos en el art. 50 se debió al propósito del legislador mercantil de evitar que los usos pudieran enervar la doctrina general en materia de contratación que formula el derecho común²⁶⁹.

En todo caso y en base a las anteriores conclusiones podemos proclamar que el corpus de usos unidos a la creación de los contratos tipo ostenta la condición de usos interpretativos, quedando destinados a interpretar los pactos contractuales ambiguos, e integrar las lagunas que la contratación del SWAP pueda originar, *supliendo en éstos la omisión de cláusulas que de ordinario suelen establecerse* (art. 1287 C.c.)²⁷⁰.

²⁶⁷ Para un estudio de la especialidad del art. 50 del C. de c., véase PANCORBO LÓPEZ, Manuel Luis. *Las costumbres y los usos bancarios, como fuentes del derecho: su concreción en materia de protección de la clientela bancaria*. Tesis doctoral. Granada, 2005, págs. 70-74.

²⁶⁸ Así BERCOVITZ considera que la materia contractual mercantil, debe regirse por el Derecho Común a falta de norma expresa que regule la cuestión y a falta de pacto en contrario de los contratante en uso del principio de libertad de pactos, y que permite a las partes erigir el uso como norma jurídica en lugar de normas contractuales dispositivas. BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto. *Apuntes de Derecho Mercantil: Derecho Mercantil, derecho de la Competencia y Propiedad Industrial*. Pamplona: Aranzadi, 2013, 14ªed, p.114. Claramente en contra de esta aplicabilidad preferente se manifiesta SÁNCHEZ CALERO, el cual entiende que la prelación de los usos sobre el Derecho común en toda la materia mercantil se debe a la imprecisión del término acto de comercio, pero que en todo caso tiene por límite el propio Código que a través del art. 50 del c. de c invoca al Derecho civil a falta de ley específica. SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, Fernando; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *Instituciones de Derecho Mercantil*. Vol. I. Navarra: Thompson-Aranzadi, 2010, 35.ª ed., p. 33. También en contra URÍA: URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. *Derecho Mercantil*...ob. cit., p. 18. A favor se manifiesta OLIVENCIA, quien sostiene dicho parecer en base a una interpretación sistemática de este precepto (art. 50) con el art. 2 del C. de c. OLIVENZA RUIZ, Manuel. «Las fuentes del Derecho Mercantil». JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J (coord.). *Derecho*...ob. cit., págs. 50 y 51.

²⁶⁹ MOTOS GUIRAO, Miguel. «La interpretación del contrato mercantil y el art. 59 del Código de Comercio». En *Revista Jurídica de Cataluña*, 1955, pp. 36 y 43.

²⁷⁰ Como reconoce el art. 1287 C.c. «*El uso o la costumbre del país se tendrán en cuenta para interpretar las ambigüedades de los contratos, supliendo en éstos la omisión de cláusulas que de ordinario suelen*

Su eficacia reguladora no deriva del uso *per se*, sino de la voluntad expresa de las partes en el contrato, pudiendo ser excluido *expressis verbis* si las partes así lo convienen. Y en su función estrictamente interpretativa, dichos usos sirven a la tipificación y estandarización del alcance y significado de cláusulas contractuales que son habitualmente usadas en el tráfico mercantil²⁷¹.

Es por ello que debemos hacer una diferenciación, pues distinto del valor otorgado a los usos surgidos a propósito de la creación de los contratos tipo, es el valor de los contratos tipo *per se*.

Estos contratos, suponen modelos de regulación estandarizada del contenido contractual referido en nuestro caso al sector del SWAP. En ocasiones este tipo de documentos nacen con vocación de fijar un estándar contractual, pero en otros casos, persiguen transformarse en auténticos usos comerciales del sector referido o *soft law*.

Como rasgos generales de este tipo de modelos, diremos en primer lugar que pretenden que su uso sea generalizado, evitando que las partes contratantes intervengan en su formulación. En segundo término no buscan la defensa de los intereses de una de las partes contratantes. Finalmente, como norma, están destinados al tráfico entre profesionales, aunque como veremos, hayan sido finalmente utilizados por un público más extenso²⁷².

Quizás sea posible catalogar los contratos tipo como condiciones generales de la contratación habida cuenta que en muchos casos son “*cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la*

establecerse”. Sobre el valor de los usos interpretativos y su distinción de los usos normativos véase PANCORBO LÓPEZ, Manuel Luis. *Las costumbres...*ob. cit., págs. 96-104.

²⁷¹ CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Derecho civil...*ob. cit., págs. 396 y ss.

²⁷² Sobre los rasgos definitorios de este tipo de modelos véase REDONDO APARICIO, Agustín. Problemas de aplicación de los controles de inclusión de condiciones generales a determinadas formas de contratación entre profesionales (reglas y usos uniformes de la CCI, contratos ISDA, CMOF y similares). En *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, nº Extra 1, 2011, p. 244-251.

*autoría material de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualesquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos*²⁷³”.

No obstante, debemos matizar dicha atribución calificativa, pues no podemos hablar de condiciones generales en el supuesto de que la contratación del SWAP sea un hecho puntual entre dos partes contratantes, a propósito de estipulaciones que hayan sido objeto de negociación individual, al faltar el requisito de la imposición, a no ser que podamos calificar al contrato como de adhesión (art. 1.2. LCGC). Sólo en el caso de que un profesional -predisponente- actuando en el marco de su actividad profesional o empresarial, imponga al adherente-persona física o jurídica-, un listado de cláusulas estandarizadas y dispuestas a ser incorporadas a una pluralidad de contratos, hablaremos de condiciones generales de la contratación.

Debemos recordar que en el caso de que sea apreciable la calificación como condición general de la contratación del modelo estandarizado, deberemos aplicar el régimen legal de protección de los consumidores, siempre y cuando, se trate de contratos sujetos a la legislación española o extranjera, cuando en este último supuesto *“el adherente haya emitido su declaración negocial en territorio español y tenga en éste su residencia habitual, sin perjuicio de lo establecido en los tratados o convenios internacionales”* (art 3 LCGC)²⁷⁴.

²⁷³ Art. 1 de la Ley 7/1998, de 13 de abril sobre Condiciones Generales de la Contratación (en adelante LCGC). Señala GÁLVEZ que *“El swap comercializado a clientes minoristas, a particulares y pequeños empresarios, a diferencia de su homólogo, reservado a corporaciones y compañías, resulta ser un contrato de adhesión, pero que precisa que el cliente haya sido asesorado suficientemente por la entidad financiera sobre sus características con carácter previo a su suscripción.”* GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 10.

²⁷⁴ Como destaca SÁNCHEZ LORENZO, *“el hecho de que las condiciones generales no hayan sido negociadas por la otra parte contratante conduce en la mayoría de los sistemas jurídicos al establecimiento de normas protectoras del adherente, que condicionan o impiden la incorporación de dichas condiciones al contrato, pese a la aceptación de las mismas por la otra parte contratante. En algunos ordenamientos, esta protección se extiende tanto al consumidor, como al adherente empresario, aunque sea a través del deber general de buena fe (§§ 305 Y SS. BGB alemán; Ley 7/1998, de 13 de*

Otro aspecto que me gustaría abordar es que pese a la opinión de algunos autores a favor de la consideración de los modelos como usos de comercio, a mi juicio, falta la *opinio iuris*, pues las partes pueden modificar su contenido en función de los intereses a los que obedezcan. Ello no obsta a que tales modelos puedan configurarse como usos de carácter interpretativo, opinión que parece más acertada si se considera el origen formativo de los mismos y su función integrativa de la voluntad contractual de las partes.

Por último diremos que como paliativo a la incertidumbre jurídica que la carencia de regulación positiva del SWAP entraña, la creación de contratos tipos (v.g. modelos ISDA) ayuda igualmente a soslayar las pesquisas jurisprudenciales en torno a la concurrencia de causa²⁷⁵, que a tales efectos se presume.

La configuración del SWAP como contrato mercantil atípico, tiene indudables consecuencias a efectos jurídicos, pues a modo de síntesis basa su régimen jurídico en las siguientes disposiciones, por orden de prevalencia:

1. Disposiciones aplicables de la Ley del Mercado de Valores.
2. Normas imperativas sobre obligaciones y contratos.
4. Usos mercantiles de naturaleza normativa.

abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación española; Decreto-Ley sobre el Régimen Jurídico de las Condiciones Generales de la Contratación de 31 de agosto de 1995 portugués; arts. 231 y ss. del NBW holandés; art. 422 C.c. brasileño; Ley de Contratos estándar israelí; Undair Contract Terms Act de 26 de diciembre de 1977 del Derecho inglés; art. 2:302 UCC norteamericano). Sin embargo, no todas las medidas protectoras alcanzan a los adherentes, si no son consumidores (El Code de la consommation francés sólo prevé un control de las condiciones en los contratos de consumo y el art. 8 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación española, sólo prevé la nulidad de las condiciones generales abusivas en los contratos con consumidores).” LARA AGUADO, Ángeles. «Cláusulas de aceptación de condiciones generales». SÁNCHEZ LORENZO, Sixto (coord.). Cláusulas en los contratos internacionales. Redacción y análisis. Barcelona: Atelier, 2012, p. 79.

²⁷⁵ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. Aspectos...ob. cit., pág. 102 y ss. Este autor alude al crédito documentario como ejemplo de tipo contractual respecto al cual la jurisprudencia elude buscar la causa y acepta como contrato gracias al uso.

5. Lo dispuesto en el contrato de Swap, que como ya hemos indicado, se encuentra altamente estandarizado, lo que conduce al uso habitual de modelos de contratos pre-redactados y aceptados por las partes.

6. Normas dispositivas aplicables de contratos mercantiles.

Una cuestión interesante que debemos sopesar es si ante la carencia de una regulación sistemática y acabada la normativa del *common law* puede ser adaptable a los *users* del *civil law*. En este sentido, resulta oportuno recordar que los modelos ISDA²⁷⁶ nacen en el seno del *Common Law*²⁷⁷.

Pues bien, creemos que se trata de un auténtico riesgo, importar directamente las normas o contenidos del *master agreement* norteamericanas sin hacerlas pasar previamente por la “criba” de nuestras raíces y tradición jurídica²⁷⁸.

Es a nuestro juicio el principio de autonomía de la voluntad ex art. 1255 del C.c. (principio de autorregulación) el que permite a las partes celebrar esta clase de contratos, sin ajustarse a los tipos preestablecidos por la ley, y sin perjuicio de que el esquema genérico que ofrecen los contratos marco se modifiquen por las partes en lo que al fondo se refiere. Rigen de este modo también los códigos de conducta y los usos de los operadores del mercado de SWAP.

Llegados a este punto, consideramos menester analizar la naturaleza jurídica del contrato de SWAP de tipos de interés, para precisar si cabe o no la subsunción del SWAP en alguno de los *nomen iuris* del Ordenamiento jurídico Español o si por el contrario se trata de una figura con caracteres propios que la separan de las demás y que está dotada de autonomía.

²⁷⁶ Cuya naturaleza será objeto de estudio en el capítulo dedicado a la forma del contrato.

²⁷⁷ Se trata de un sistema en el cual la doctrina mayoritaria rechaza la existencia de una *lex mercatoria* entendida como sistema jurídico autónomo.

²⁷⁸ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., págs. 168 y ss.

A este respecto, se ha pretendido la subsunción de este contrato en la permuta, el barter, la compraventa, el contrato de seguro, el futuro y el FRA entre otros.

4.1. Distinción entre el swap de tipos de interés y la permuta

El SWAP se diferencia de la **permuta** (regulada en los arts.1538-1541 del C.c.) en el objeto y en la causa.

En la permuta se produce un intercambio de cosa por cosa²⁷⁹. Se trata de un cambio directo sin intermediación del precio salvo que no sea tomado en su consideración de tal²⁸⁰ y sin perjuicio de que se use sólo a efectos de compensar la diferencia de valor entre los objetos permutados ex art. 1446 CC.

La primera cuestión que se plantea es qué se entiende por cosa.

Si conceptualizamos las cosas como las entidades susceptibles de ser objeto o materia de derecho, entendemos que tal acepción se emplea en sentido lato²⁸¹ comprensiva de los derechos sobre las cosas²⁸².

²⁷⁹ Define nuestro C.c. el contrato de permuta como “*un contrato por el cual cada uno de los contratantes se obliga a dar una cosa para recibir otra*” (art 1538).

²⁸⁰ STS de 28 de diciembre de 1942.

²⁸¹ ALBADALEJO, Manuel. *Derecho Civil. T. II. Derecho de Obligaciones. Vol. II. Los contratos en particular y las obligaciones no contractuales*. Barcelona: Bosch, 1997, p.93. Este autor introdujo la discusión sobre el verdadero objeto del contrato de permuta: esto es, las cosas o los derechos sobre las mismas. A tales efectos la doctrina española ha seguido a la italiana “*entendiendo que el concepto de cosa se emplea en sentido amplio como sinónimo de bien jurídico, incluyendo los derechos*”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial (BARTER)*. Madrid: Reus, 2011, pág. 77.

²⁸² Postura que como regla no se acepta jurisprudencialmente, con ciertas excepciones a propósito de la permuta de solar por obra futura (STS de 31 de octubre de 1986 y STS de 29 de abril de 1991). La mayoría de la jurisprudencia concibe el contrato de permuta de solar por obra futura como un contrato atípico *do ut des* (STS 3 de noviembre de 2009).

Algunos autores han ido más allá y han concebido la permuta como un intercambio de los “*derechos de propiedad inherentes a las cosas permutadas*”²⁸³ o incluso de “*titularidades de los derechos de propiedad sobre las cosas*”²⁸⁴.

Si admitiésemos el intercambio de derechos dentro de la permuta, deberíamos incluir los derechos de crédito, y por ende la tipificación de los swaps como modalidades de la permuta común, lo cual conduciría, a nuestro parecer a una artificiosa construcción, en la cual las permutas de dinero no intercambiarían pagos (créditos) sino medios de pago.

Creemos por el contrario que existe una diferencia palpable con respecto a la permuta financiera, pues su objeto no es el intercambio de los derechos de crédito, como propugna cierta doctrina, sino de los pagos recíprocos, al ser un intercambio meramente económico no jurídico²⁸⁵. A ello debemos sumar la reticencia del TS a admitir un concepto amplio de cosa, especialmente por lo que a las *res speratae* se refiere²⁸⁶.

Así, por ejemplo, en USA la doctrina jurisprudencial sigue la línea iniciada por ciertos autores²⁸⁷ en virtud de la cual las divisas deben considerarse como bienes muebles cuando son **objeto de tráfico** y no se destinan a ser **medio de pago**. Surge de este modo la separación entre obligaciones pecuniarias denominadas en moneda extranjera y las **obligaciones de dar una suma en moneda extranjera**. La segunda

²⁸³ VEGA VEGA, José Antonio. El contrato de permuta comercial...ob. cit., pág. 78. Postura que sostiene MELÓN INFANTE, Fernando. «El contrato de permuta en el Código Civil». En *Revista de Derecho Privado*, tomo 45, 1961, pág. 709.

²⁸⁴ MERINO HERNÁNDEZ, José Luis. *El contrato de permuta*. Madrid: Tecnos, 1978, p. 45.

²⁸⁵ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 58.

²⁸⁶ Véase por ejemplo STS de 31 de octubre de 1986.

²⁸⁷ V.gr. MANN, F.A. *The legal aspects of Money. With special reference to Comparative Private and Public International Law*. Oxford: Clarendon Press, 5ª ed., 1992, p.191.

categoría siente concebir la divisa extranjera como un bien mueble capaz de tildarse de *good* a la luz del UNIFORM COMMERCIAL CODE²⁸⁸.

A mayor abundamiento, la permuta se distingue de la compraventa por la falta de un precio, y siendo el objeto del swap el intercambio de sumas pecuniarias, parece del todo evidente la imposible subsunción del SWAP en este tipo contractual. Recordemos que en el contrato de swap, las partes no proceden al intercambio de cosa por cosa, aunque tomamos un concepto de cosa en sentido genérico. En el contrato de swap, las partes se constriñen al pago de dinero con carácter recíproco, pero no de dinero entendido como cosa, sino como deudas de valor que se intercambian, dado que el contenido de la obligación consiste en el pago de la cantidad que resulte de aplicar un cierto tipo, como módulo, sobre un importe pactado previamente²⁸⁹.

Si pese a todo estimásemos que en el SWAP se produce un intercambio de derechos de crédito, y calificásemos dicho contrato como una variante de la permuta, su regulación (ex art. 1541 C.c.) nos remitiría a las normas de la compraventa (arts. 346 y ss. del C. de c.), cuyos preceptos sin embargo están pensados para la entrega de cosas materiales y por ende inadecuados jurídicamente para regular los aspectos esenciales del SWAP.

Choca también con la necesidad de que el objeto del contrato de permuta exista al tiempo de su celebración ex art. 1271 C.c., pues la doctrina admite la existencia de la

²⁸⁸ Dirección seguida por la Court of Appels de Nueva York en el caso *Intershoe v. Bankers Trust Co.* de 1991. Para más detalle véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., p.113.

²⁸⁹ DÍAZ RUIZ, Emilio. *Contratos sobre tipos...*ob. cit., p. 104. En contra, COSTA RAN, califica al SWAP de permuta compleja, financiera y atípica. COSTA RAN, Lluís. «El contrato de permuta financiera (Swap Agreement)». En *Revista Jurídica de Catalunya*, nº 1º 1990, p. 63-66. ALONSO SOTO igualmente califica al SWAP de permuta, considerando que la admisibilidad por parte de la doctrina civil de la permuta de derechos y bienes inmateriales conjuntamente con la aplicabilidad del criterio contenido en el art. 1273 C.c. (*“La indeterminación en la cantidad no será obstáculo para la existencia del contrato, siempre que sea posible determinarla sin necesidad de nuevo convenio entre los contratantes.”*) “nos llevan a calificar este contrato como de PERMUTA, aunque de una modalidad especial, la financiera. ALONSO SOTO, Ricardo. La permuta financiera (Swap) ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas...*ob. cit., págs. 438 y 439.

permuta de cosa presente por cosa futura (en el caso de la permuta de solar por obra futura), pero no así la permuta de cosa futura por cosa futura. Y lo cierto es que en el SWAP los derechos de crédito serían inexistentes al tiempo de la celebración del contrato, salvo que consideremos que al ser el SWAP un contrato consensual, su perfección motiva el nacimiento de los objetos que serán intercambiados en el futuro, aunque su cuantía sea indeterminada. De lo contrario, estaríamos ante una mutua cesión de derechos, lo que tropieza directamente con el carácter atribuido al contrato de SWAP, tanto por la doctrina como por la práctica²⁹⁰.

Para soslayar este problema, algunos autores ven en este contrato una asunción de deuda, es decir un intercambio de obligaciones, no de derechos (siguiendo la estructura del SWAP entre IBM y el BM). Jurídicamente las deudas son un gravamen patrimonial, no un bien jurídico. Sin embargo no podemos olvidar que el SWAP es un contrato principal que queda al margen de las operaciones jurídicas subyacentes, nota que estudiaremos más detenidamente al hablar de la causa en el SWAP²⁹¹.

Tampoco podemos calificar la permuta como una novación del pacto de intereses de la operación de financiación²⁹². Los términos y condiciones del contrato de préstamo resultan idénticos tras la formación del SWAP, siendo cuestión distinta que este contrato pueda influir en el resultado económico del primero.

En la permuta tradicional la causa es el cambio, al concebirse como un contrato traslativo del dominio sobre las cosas. Sin embargo, tal y como veremos más adelante,

²⁹⁰ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...ob. cit.*, págs. 211 y ss.

²⁹¹ A tal efecto Rossell en base a la Circular 1/91, de 22 de enero, del Banco de España, entiende que esta Circular puede ser base del reconocimiento del SWAP como una permuta de deudas. En realidad se produce una transferencia de obligaciones, destacando que en un plano jurídico que *“las deudas no son un bien jurídico, sino un gravamen patrimonial”*. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...ob. cit.*, págs.211-212.

²⁹² En este sentido Fundamento de Derecho 8 de la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009.

la causa en los swaps de tipos de interés reside en la obtención de financiación en los términos más ventajosos posibles, utilizando para ello, la técnica del arbitraje. Dicho aspecto, separa netamente la causa contractual de ambos contratos.

La permuta por último, es un contrato real debiendo mediar *traditio* para que surja *obligatio*. Es un contrato de *do ut des*, que se perfecciona cuando uno de los permutantes realiza la *datio* de una cosa, en función de un acuerdo previo, que conlleva la entrega en propiedad, y genera la obligación del otro permutante de realizar la correspondiente contraprestación²⁹³. Por el contrario, en el swap de tipos de interés, la perfección se produce por el mero consentimiento.

4.2. Distinción entre el swap de tipos de interés y el Barter

El swap se distingue de la permuta comercial, más comúnmente conocida como *barter* en su objeto y causa, al igual que el caso anterior.

El **barter** consiste “en operaciones transaccionales dirigidas al intercambio de activos entre dos o más partes sin uso de valores monetarios”. Se trata pues de un contrato “en virtud del cual dos partes se obligan a transferirse recíprocamente bienes o a prestarse servicios, de forma directa o indirecta, con efectos compensatorios²⁹⁴”.

Este contrato posibilita el intercambio de *do ut facias* (de cosa por servicio), de *facio ut facias* (de servicio por servicio), e incluso de *do vel facio ut non facias vel non des* (de dar o hacer algo a cambio de una conducta negativa por la otra parte).

²⁹³ Sobre el origen de la permuta y su diferenciación con respecto a la compraventa véase FERNÁNDEZ DE BUJÁN, Antonio. «Los contratos de permuta y estimatorio». En *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, nº 9, 2003, p. 209-234.

²⁹⁴ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial...ob. cit.*, págs. 71 y 75.

Este objeto dista con notoriedad del que define al swap, al basarse el segundo en el intercambio recíproco de prestaciones monetarias en las fechas pactadas, realizándose el pago normalmente por diferencias (netting).

Además el barter cuenta con una causa con sustantividad propia, consistente en la asunción por las partes de obligaciones recíprocas, sean de derechos, bienes o servicios, *“con la mutua suposición de cubrir expectativas negociales o alcanzar un determinado resultado empírico y lucrativo con el negocio jurídico”*²⁹⁵.

4.3. Distinción entre el swap de tipos de interés y la compraventa

Se ha pretendido subsumir la permuta en el **contrato de compraventa** (art. 1445 C.c.²⁹⁶), considerando que o bien es una modalidad de este contrato, o una doble venta, existiendo pues una venta al contado y otra a plazo²⁹⁷. Dicha opinión no se sustenta a nuestro juicio, al no existir necesariamente el intercambio de nocional en todas las modalidades de SWAP.

En la compraventa es requisito esencial, la existencia de precio²⁹⁸ o signo que lo represente²⁹⁹. De ello se infiere otro dato: que la contraprestación del vendedor ha de

²⁹⁵ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial...ob. cit.*, págs.91 y 92.

²⁹⁶ Señala su tenor que *“Por el contrato de compra y venta uno de los contratantes se obliga a entregar una cosa determinada y el otro a pagar por ella un precio cierto, en dinero o signo que lo represente.”*

²⁹⁷ Este contrato guarda analogía con el contrato de doble, llamado *riporto* en el Derecho italiano y *report* en el Derecho francés y que queda regulado en la D.A. 12ª de la Ley 37/1998.

²⁹⁸ Como nos recuerda Ulpiano en el Digesto de Justiniano *“Sine pretio nulla venditio est”* (D. 18, 1, 1,2).

²⁹⁹ Expresión que comprende los documentos o títulos que incorporen créditos dirigidos específicamente al pago de una suma de dinero, como por ejemplo cheques, letras de cambio, pagarés...Para un estudio comparado del precio en la compraventa véase HELGUERA, Enrique. «El precio en la compraventa». En *Boletín del Instituto de Derecho Comparado de México*, nº 28, 1957, págs. 61-91.

ser algo diferente. Ha de ser una cosa³⁰⁰ o un derecho³⁰¹, quedando por ello excluido el intercambio de dinero por dinero, y por ende la posible subsunción del swap en el ámbito de la compraventa.

¿Pero qué sucede a propósito de los swaps de tipos de interés expresado en distintas divisas? ¿Es posible calificar el intercambio de divisas como pecuniario y por ello subsumible en el concepto de signo que represente al dinero?

En función del art. 1170.1 C.c.³⁰² debemos dilucidar que la moneda extranjera debe ser considerada como signo monetario o precio, lo que excluye la consideración de moneda extranjera como cosa distinta de numerario³⁰³. Además quedaría por considerar qué parte del intercambio de divisas se consideraría cosa determinada y qué parte dinero o signo que lo represente, lo cual a nuestro juicio conllevaría una construcción artificiosa y carente de fundamento legal.

Interesante es la clasificación³⁰⁴, que distingue de un lado los swaps de divisas en moneda distinta, que califica de compraventa (pudiendo estructurarse como una doble venta con pago inmediato y un pacto de recompra a plazo) y el resto de las transacciones con divisas (en la misma moneda) que tipifica de permutas.

³⁰⁰ Entendiéndose cosa en sentido amplio, comprensiva de cosas corporales e incorpóreas, muebles e inmuebles, presentes o futuras, y específicas o genéricas.

³⁰¹ Sean estos reales o de crédito.

³⁰² “*El pago de las deudas de dinero deberá hacerse en la especie pactada y, no siendo posible entregar la especie, en la moneda de plata u oro que tenga curso legal en España.*”

³⁰³ Dentro del Derecho Comparado existen numerosas leyes que conciben a la moneda extranjera como dinero. Así el Código de Regulaciones Federales de los Estados Unidos de América señala que moneda son todos los billetes y moneda metálica de ese país o cualquier otro.

³⁰⁴ MEYRIER, Francis. «Les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêt (swaps)». En *Droit et Pratique du Commerce International*, tomo 12, nº 1, 1986, p. 9-31.

Por su parte cierta doctrina³⁰⁵ contrasta la diferencia existente entre la compraventa de futuro y el swap, basándose no solo en la causa y objeto³⁰⁶, sino en el hecho de que las obligaciones en el contrato de swap existirán sin lugar a dudas, siendo diferido el cálculo en base a criterios objetivos al momento señalado en el contrato. En el contrato de futuro sin embargo, resulta incierto si la cosa existirá o no, y cuándo.

4.4. Distinción entre el swap de tipos de interés y el contrato de seguro

Por otro lado el SWAP de tipos de interés se distingue del **contrato de seguro**³⁰⁷, tanto en su finalidad, pues el seguro se dirige a reparar los daños que surgen al acaecer el riesgo cubierto, como en sus elementos, pues en el SWAP no se delimita la cuantía de la indemnización, ni la contrapartida se fija *ab initio*³⁰⁸. A mayor

³⁰⁵ DIAZ RUIZ, Emilio. El contrato de Swap....ob. cit., pág. 758.

³⁰⁶ Recordemos con VEGA que “*el objeto de la compraventa es la transmisión de un bien futuro a cambio de un precio en dinero, en tanto que en la permuta financiera se asume la obligación de transferirse flujos recíprocos según módulos preestablecidos. La causa también es distinta. En la compraventa de futuro es la transmisión de la propiedad de un bien que existirá a cambio de un precio en dinero, si bien este importe podrá venir determinado por la diferencia (beneficio o pérdida) que al vencimiento de la obligación exista entre el precio de compra y el de venta, en tanto que en la permuta financiera de divisas la causa es la obligación de abonarse flujos recíprocos en distintas monedas, que existen de antemano, con la función económico social que hemos expuesto; se sabe cuándo se debe cumplir la obligación, aunque no se sepa exactamente la cantidad que una de las partes debe entregar a la otra.*” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., p. 62.

³⁰⁷ Sobre esta figura véase VEIGA COPO, Abel B. *Tratado del contrato de seguro (2 volúmenes)*. Navarra: Civitas, 3ª ed., 2014, 2642 p. LACRUZ MANTECÓN, Miguel L. *Formación del contrato de seguro y cobertura del riesgo*. Madrid: Reus, 2013, 240 p.

³⁰⁸ Por último, tiene también cierto componente «asegurativo» (SAP de Valencia, de 6-10-2010), porque ambas partes en el swap pretende cubrirse sus respectivos riesgos. Sin embargo, no puede ser considerado como un contrato de seguro por dos motivos: primero, porque no cumple el requisito del artículo 1 de la Ley 50/1980, de asegurar a cambio de cobro de prima; y, sobre todo, vistos los derechos y obligaciones de las partes en conjunto, el swap genera en sí un riesgo de tipo de interés (mitiga uno creando otro), porque dependiendo si sube o baja el tipo referenciado (por ejemplo, al Euribor) este siempre creará un diferencial de interés en relación al tipo fijo prefijado, de manera que casi siempre generará obligaciones para una de las partes basándose en esta «alea» o, si se prefiere, riesgo, de

abundamiento el SWAP como veremos es un contrato conmutativo en tanto que el contrato de seguro es aleatorio³⁰⁹.

Además las obligaciones de asegurador y asegurado son distintas, pues el asegurador se obliga contra el pago de una prima a indemnizar en la cuantía pactada al asegurado para el caso de que el riesgo se materialice. En el SWAP de tipos de interés, por el contrario, las partes se obligan a hacerse pagos recíprocos en las fechas y cuantías objeto de pacto³¹⁰.

A tenor del art. 1 de la Ley 50/1980, de 8 de octubre, de Contrato de Seguro *“El contrato de seguro es aquel por el que el asegurador se obliga, mediante el cobro de una prima y para el caso de que se produzca el evento cuyo riesgo es objeto de cobertura a indemnizar, dentro de los límites pactados, el daño producido al asegurado o a satisfacer un capital, una renta u otras prestaciones convenidas.”*

Es esencial en el contrato de seguro, la titularidad por parte del asegurado del activo sobre el cual se obtiene la protección, sea este p.ej. un apartamento, o la vida del tomador del seguro. La razón que se esconde bajo dicho requerimiento es la de impedir acicates péfidos que podrían pretender por parte de mal intencionados la destrucción de la propiedad o peor aún de la vida ajena.

manera que tiene un alto componente especulativo, que, en cualquier caso, debe combinarse con el mencionado carácter «asegurativo». NASARRE AZNAR, Sergio. Malas prácticas...ob. cit., pág. 2686.

³⁰⁹ Si bien en contra del carácter conmutativo del swap señala SAP de Burgos (sección 3ª), núm. 170/2011, de 19 de mayo que *«desde luego el swap no es ningún contrato de seguro porque entre otras cosas falta el pago de la prima. Sin embargo, el swap tiene en común con el contrato de seguro, no precisamente el efecto de garantía, sino su carácter aleatorio, que en el contrato de seguro es que el riesgo de que el siniestro se produzca, y en el swap de intereses que el interés que paga el banco suba o baje en relación con el interés fijo que paga el cliente. Es decir, es precisamente aquello que se rechaza del swap, que es su carácter aleatorio, es en lo que swap y contrato de seguro se parecen, y no tanto en asegurar el pago de un determinado interés»*.

³¹⁰ DÍAZ RUIZ, Emilio. El contrato de Swap...ob. cit., pág. 760.

En el contrato de swap de tipos de interés, sin embargo, no se exige la titularidad por parte del “asegurado” (en el caso de SWAPS de cobertura) de la cosa sobre la cual recaiga el riesgo. No existe prima. Y tampoco podríamos con buen atino decir cuándo se produce un daño, pues cualquier oscilación que se produzca del tipo de interés, se originaría dentro del marco del funcionamiento normal del mercado³¹¹. Además resultaría de gran complejidad señalar qué parte ostentaría la condición de asegurado y cuál la de asegurador, habida cuenta que para ambas partes existe un mismo riesgo³¹².

En todo caso, como veremos a propósito de la finalización del contrato, el TS³¹³ ha sido claro, manifestando la separación entre dichas figuras dado que *“en el contrato de seguro, ciertamente aleatorio, la pérdida para el tomador del seguro consistiría en seguir pagando la prima aunque los tipos de interés no subieran, mientras que en el swap la pérdida consiste en el pago de muy considerables cantidades de dinero si los tipos de interés bajan, lo que lo aleja de la estructura del contrato de seguro para aproximarle a otro contrato también aleatorio pero muy diferente como es el de apuesta.”*

Igualmente el legislador es consciente de los peligros que entraña la confusión de ambas figuras y por ello, intenta separar la actividad bancaria y la aseguradora, adoptando ciertas precauciones en el supuesto de que el seguro se contrate a través de una entidad de crédito³¹⁴.

³¹¹ En realidad difícilmente podríamos hablar de daño, que por otro lado no podríamos calificar de fortuito.

³¹² Así *“se trataría, pues, si lo asimiláramos a un contrato de seguro, de un seguro recíproco en que ambas partes son aseguradores el uno del otro y a la vez asegurados, lo que no corresponde al concepto propio de contrato de seguro”*. DÍAZ RUIZ, Emilio. *Contratos sobre tipos...* ob. cit., pág. 95.

³¹³ STS de 7 de julio de 2014.

³¹⁴ De este modo *“en nuestro sistema financiero rige el sistema de especialidad y separación de las actividades financieras, lo que significa que las entidades de seguro hacen operaciones de seguro y las entidades de crédito, operaciones de crédito. De las muchas razones argumentadas para separar estos dos sectores financieros, destacan tres: la necesaria separación y dispersión de riesgos, la complejidad*

4.5. Distinción entre el swap de tipos de interés y el contrato de futuros y el FRA.

Dadas las similitudes entre el swap como instrumento de cobertura, y los **FRAs y los Futuros y Forwards**³¹⁵, debemos acotar las diferencias entre dichos instrumentos de ingeniería financiera.

El primer rasgo diferencial, entre los futuros y el swap, se basa en la condición de derivado bursátil de los primeros, debiendo ser objeto de negociación en mercados organizados y quedando al efecto regulados por los arts. 64-68 TRLMV, y el Real Decreto 1282/2010 de 15 de octubre, por el que se regulan los Mercados Secundarios Oficiales de Futuros, Opciones y otros instrumentos financieros derivados.

Los swaps, son objeto de negociación en mercados OTC, aunque el RD citado establece la posibilidad de su negociación a través de mercados secundarios siempre y cuando “*sean aptos para ellos de acuerdo con lo que se establezca en el Reglamento del mercado y en las correspondientes condiciones generales de cada contrato*” (art.1).

El verdadero paradigma de distinción entre el swap y los futuros y forward, se basa en el carácter de contrato de tracto sucesivo del swap, cuyos pagos se

técnica de su explotación y la protección de los consumidores (Esparteiro Barroso, M.N.R., Las relaciones banca-seguro. Una perspectiva desde el sector asegurador, Madrid, 1994, pp. 110 y ss.). Se dice que la banca, al disponer de un mercado propio relacionado con sus operaciones activas, estaría en condiciones de ejercer un cierto oligopolio en el mercado de determinados productos ligados a la actividad bancaria y presión sobre las tarifas. También se mantiene la necesidad de separar ambas actividades para evitar la posible confusión para los consumidores, que pueden en determinados casos no saber qué tipo de producto financiero están contratando. De estos peligros es consciente el legislador y, por eso, se intenta separar la actividad bancaria y la aseguradora y se toman ciertas precauciones cuando el seguro se contrata a través de una entidad de crédito”. VARGAS VASSEROT, Carlos. «El contrato de seguro en el marco de la actividad bancaria». GADEA SOLER, Enrique (coord.); SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo Javier (coord.). La contratación bancaria. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 1326-1327.

³¹⁵ Obviaremos aquí las diferencias entre futuros y forwards que fueron analizadas en el capítulo 1.

encuentran interrelacionados gracias al concepto de flujo de caja³¹⁶. Y es que tanto los futuros como los forwards, por contraste, definen una fecha de vencimiento que concreta la liquidación de sus consecuencias económicas. Ello no impide a cierta jurisprudencia³¹⁷ hablar del swap como una concatenación de forwards sobre fechas sucesivas de liquidación, en el supuesto de que el subyacente sea común y coincidan las fechas de los pagos, lo que a mi juicio empapa la naturaleza misma del swap, y ciertamente instituye una construcción artificiosa.

Por último resta ultimar que vistas las diferencias entre el swap y otros tipos contractuales, podemos sin ningún temor afirmar que es un contrato con caracteres propios que lo separan de los demás y que merece ser considerado con la autonomía que merece³¹⁸.

5. El swap de tipos de interés como contrato mercantil

Por su naturaleza jurídica, es un contrato mercantil, tanto desde el punto de vista subjetivo (dado que es un contrato que nace al amparo de prácticas de empresarios en el ejercicio de su profesión mercantil), como objetivo (dado que se desenvuelve en el tráfico mercantil). Sin embargo, debemos plantearnos el sostenimiento del criterio mercantil a propósito de contratos en los que no interviene un

³¹⁶ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., pág. 226.

³¹⁷ V.g. Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011.

³¹⁸ “A este respecto la SAP Zaragoza (secc. 5ª) núm. 399/2011 de 20 de junio, considera que el que el contrato sea calificado como autónomo no significa sino que su funcionamiento intrínseco no depende más que de sí mismo, pero no, necesariamente, que no tenga vinculación intencional con otros contratos. De hecho, la «permuta financiera» puede ser meramente especulativa o bien actuar como «cobertura» de otras operaciones de pasivo”. CABA TENA, Antonio. *El contrato...* ob. cit.

empresario, y aclarar el criterio objetivo delimitador de contratos mercantiles con relación al SWAP.

El Derecho español, en aras a delimitar la materia mercantil, acude a dos criterios que se infieren del art. 2 del C. de c.: la inclusión y la analogía.

Reza en efecto el art. 2 del C. de c. “*Serán reputados actos de comercio los comprendidos en este Código y cualesquiera otros de naturaleza análoga*”. O lo que es igual, son actos de comercio los mencionados en el Código de comercio o leyes mercantiles especiales, u otros de análoga condición. Sin embargo, prescinde el código de un concepto de acto de comercio, indicando únicamente en su primer párrafo la aplicación a los mismos de su regulación “*sean o no comerciantes los que los ejecuten*”.

Pero ¿qué es un acto de comercio?, y lo que es más importante ¿es el SWAP de tipos de interés un acto de comercio?

Hemos visto que el SWAP viene mencionado por la legislación mercantil, cumpliendo pues con el requisito que exige el art. 2 del C. de c. A mayor abundamiento, usando la analogía como cláusula de cierre ex art. 2 del C. de c., podemos subsumir este contrato en la categoría de contrato mercantil al contar con los caracteres que sirven para calificar como mercantiles los contratos incluidos en la ley mercantil³¹⁹. La necesidad de delimitar cuándo un acto es mercantil o no, se manifiesta pues principalmente en el ámbito contractual³²⁰.

³¹⁹ “*Esto es como acto propio de la organización creada y continuamente perfeccionada por el empresario*”. URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio, et al. «El contrato mercantil». URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo (dir.); MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio (dir.); APARICIO GONZÁLEZ, María Luisa (coord.). *Curso de Derecho Mercantil I*. Madrid: Civitas, 2000, p. 30 y 31.

³²⁰ URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. *Derecho...*ob. cit., pág. 927.

De ello podemos inferir que el SWAP es un acto de empresa que surge de las prácticas profesionales de los comerciantes³²¹, y que por tanto debe ser calificado como mercantil.

Las consecuencias de tal calificación redundan en una aplicación de la legislación mercantil ex art. 2.1 del C. de c.³²², y por ende de las normas generales sobre obligaciones y contratos (arts. 50 a 62 y concordantes del C. de c.).

No es baladí aludir a otro posible efecto dimanante del art. 517.5ª de la Ley de Enjuiciamiento Civil³²³ donde se relata que *las pólizas de contratos mercantiles firmadas por las partes y por corredor de comercio colegiado que las intervenga*³²⁴, *con tal que se acompañe certificación en la que dicho corredor acredite la conformidad de la póliza con los asientos de su libro registro y la fecha de éstos llevarán aparejada ejecución*³²⁵.

³²¹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 73. Pese al criterio objetivo que parece imponer el código para delimitar la materia, son muchos los preceptos del C. de c. que imponen la presencia del elemento subjetivo (es decir del empresario) para calificar el contrato de mercantil (verbi gratia arts. 244, 303, 311 C de c), lo cual supone la necesidad de ponderar ambos elementos de caracterización. De este modo define BROSETA el Derecho Mercantil como el Ordenamiento jurídico privado propio de los empresarios y de su estatuto, así como de la actividad externa que éstos realizan por medio de una empresa.

³²² Reza su tenor que “Los actos de comercio, sean o no comerciantes los que los ejecuten, y estén o no especificados en este Código, se regirán por las disposiciones contenidas en él; en su defecto, por los usos del comercio observados generalmente en cada plaza; y a falta de ambas reglas, por las del Derecho común”.

³²³ En adelante LEC.

³²⁴ Léase Notario. Desde el 1 de octubre de 2000, los antiguos Corredores de Comercios Colegiados quedaron integrados en el Cuerpo Único de Notarios en virtud de la DA 24ª de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

³²⁵ Téngase en cuenta el apartado quinto de la Instrucción de 29 de noviembre de 2006, de la Dirección General de los Registros y del Notariado, relativa a la conservación de la póliza y a la expedición de copia autorizada o de testimonio de la misma a efectos ejecutivos («B.O.E.» 15 diciembre), que establece: Título ejecutivo a efectos de lo dispuesto en el artículo 517.2.5.º de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil. Expedición de copia autorizada o de testimonio. En virtud de lo dispuesto en el párrafo séptimo del apartado primero del artículo 17 de la Ley del Notariado, según la redacción dada al mismo en la norma de medidas de prevención de fraude fiscal, a los efectos de lo dispuesto en el artículo 517.2.5.º de la Ley 1/2000, de 7 de enero, de Enjuiciamiento Civil, se considerará título ejecutivo

Es menester destacar también que en consonancia con la crisis en el curso de formación volitiva de los contratos, y especialmente aquellos carentes de regulación específica, debe hacerse mención al hecho de que la contratación mercantil es una contratación en masa, a consecuencia de la existencia de los contratos de adhesión, contratos normativos, contratos con condiciones generales, o contratos-tipos que les autoriza a intervenir sobre un régimen contractual prolijo y pormenorizado³²⁶.

Por su finalidad o ratio se dice del SWAP de tipos de interés que es un contrato de **colaboración financiera**³²⁷. E incluso se habla del SWAP como negocio jurídico afín, con causa de cambio, de cobertura o de financiación, y un derivado

el testimonio expedido por el notario del original de la póliza debidamente conservada en su Libro-Registro o la copia autorizada de la misma, acompañadas en ambos casos, si así se hubiera pactado, de la certificación a que se refiere el artículo 572.2 de la citada Ley. Si el original de la póliza se ha conservado en el protocolo, el notario a efectos de su ejecución, expedirá copia autorizada de la misma, en los términos previstos en la legislación notarial. Si el original de la póliza se hubiera conservado en el Libro-Registro, el notario a efectos de su ejecución, expedirá testimonio de la misma. Dicho testimonio se extenderán en folios de papel exclusivo para documentos notariales, en el que se hará constar la identificación del solicitante, fecha de expedición, numeración de los folios, su finalidad ejecutiva y la dación de fe pública, debiendo superponerse el sello de seguridad. Si no fuere posible expedir testimonio en folio de papel exclusivo notarial, se podrá extender en papel común, en cuyo caso además de los extremos previstos en el párrafo precedente, se firmarán y sellarán todos y cada uno de los folios empleados. En cualquier caso, expedido testimonio con finalidad ejecutiva, el notario lo hará constar en la póliza mediante nota. Sin perjuicio de lo anterior, el notario podrá expedir copia autorizada o testimonio de la póliza con efectos no ejecutivos y con los requisitos expuestos anteriormente, extendiendo nota de ello en la póliza. Asimismo, se podrán expedir traslados de la póliza incorporada al Protocolo o al Libro-Registro de Operaciones con solos efectos informativos, de conformidad con lo previsto para las copias simples.

³²⁶ PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, José Luis. «Contratos atípicos en el ámbito mercantil español y europeo». ADAMA GODDARD, Jorge (Coord.). México: *Derecho Privado. Memoria del congreso internacional de culturas y sistemas jurídicos comparados*, 1ª ed., 2005, p. 286.

³²⁷ Siguiendo esta clasificación VEGA VEGA indica que el “swap en sus principales manifestaciones se revelará como un contrato de colaboración financiera, dado que es patente que existe una colaboración entre empresas tendente a reducir mutuamente los costes de transacciones o a eludir barreras legales al libre movimiento internacional de capitales (swap de divisas), o basada en el hecho de que son operaciones consideradas fuera de balance, o incluso que actúan como instrumento recíprocos de cobertura de riesgos de precios (interés, divisa y materias primas), por lo que se evidencia un fin común recíproco (mezzo-scopo)”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial...* ob. cit., pág. 85.

financiero según el concepto que se deduce del art. 2.2 TRLMV³²⁸. Y es cierto que cuando el swap se contrata con fines de cobertura, se puede calificar de contrato de financiación, pero ¿y si es contratado con fines especulativos o arbitrales? En tal caso creemos que no debe prevalecer dicha opinión, debiéndose pues estar al caso concreto para hallar la calificación más apropiada³²⁹.

Un sector de la doctrina³³⁰ por su parte, califica el swap como **contrato de cambio**, entendiendo que nos hallamos ante una permuta en sentido estricto, que recae sobre objetos especiales, razón por la cual se califica de financiera. No obstante otros autores³³¹ rechazan dicha calificación, al afirmar que en el swap no hay permuta en sentido jurídico, sino económico, pues el dinero interviene como medio de pago, no como objeto de la prestación, siendo imposible el intercambio jurídico de prestaciones³³².

¿Podemos considerar el SWAP como un **contrato de financiación**? Entendemos que no, al menos jurídicamente, aunque lo sea desde un punto de vista

³²⁸ Art. 2.2. TRLMV: “Quedan comprendidos en el ámbito de la presente Ley los siguientes instrumentos financieros: 2º Contratos de opciones, futuros, permutas, acuerdos de tipos de interés a plazo y otros contratos de instrumentos financieros derivados relacionados con valores, divisas, tipos de interés o rendimientos, u otros instrumentos financieros derivados, índices financieros o medidas financieras que puedan liquidarse en especie o en efectivo”.

³²⁹ VEGA VEGA señala en efecto que “en la mayoría de los casos puede calificarse de colaboración financiera”, aunque “no siempre encontraremos presente en los swaps ese matiz de colaboración financiera.” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial*...ob. cit., pág. 85.

³³⁰ ALONSO SOTO, Ricardo. «La permuta financiera (Swap)». ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas*...ob. cit., 433 p. VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo María. «Contratos de Financiación». CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, p. 1029 y ss. En este sentido véase también OLIVENZA RUIZ, Manuel. *Calificación*...ob. cit., págs. 9-64.

³³¹ “El dinero interviene en la permuta como medio de pago, pero no como objeto de la prestación. El objeto de la permuta es una medida de valor y no una cosa.” VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato*...ob. cit., págs. p. 60 y 80.

³³² Categorización tomada de CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO. Luis. «El contrato de swap o permuta financiera». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios*...ob. cit., pág. 420.

económico³³³, pues esta teoría tropieza con los siguientes argumentos: de un lado las partes se hallan en plano de igualdad (al menos en teoría), al ser cada una deudora y acreedora, manteniéndose el equilibrio entre las prestaciones durante toda la vida del contrato y además el dinero obtenido por el SWAP no se vincula a las finalidades presentes en el contrato. Se puede sin embargo calificar como un contrato *sui generis* de colaboración financiera, pues es clara la intención de reducir costes o eliminar las barreras que rigen el movimiento internacional de capitales. Sin embargo, no en todos los casos encontramos presente este matiz.

Algunos autores lo tachan de **bancario**³³⁴, afirmación en parte inexacta si por tal entendemos aquel en el que interviene una entidad de crédito, pues la permuta financiera puede darse entre sujetos no bancarios e incluso no mercantiles³³⁵. Es más, las entidades financieras entran en este contrato, no como usuarios finales sino como *dealers* o *brokers*³³⁶. Diremos por tanto, que la intervención de un sujeto bancario se da en muchas ocasiones a propósito del swap de tipos de interés, pero no es inherente a

³³³ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 81.

³³⁴ Podemos definir el Derecho Bancario con GARCÍA-PITA como la "parte del Derecho objetivo constituida por las normas públicas y privadas que, de forma específica y en orden a la protección de los depositantes y la eficiencia del sistema bancario, dentro del Sistema financiero, se refieren a la constitución, la organización y el ejercicio de la empresa de intermediación crediticia y monetaria, y de sus actividades financieras accesorias; a sus relaciones con las autoridades de control sectorial, así como a los contratos o negocios jurídicos, en que, precisamente, se materializa esa actividad empresarial financiera". El Derecho bancario "posee un contenido tripolar" al regular "el estatuto profesional, las relaciones de supervisión y control público y los contratos bancarios". GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis. «El Derecho Bancario: Consideraciones generales». En *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, nº 3, 1999, p. 245.

³³⁵ Define GARRIGUES el Contrato Bancario como todo "acuerdo para constituir, regular o extinguir una relación que tenga por objeto una operación bancaria". Y abunda en que "para que pueda calificarse un contrato como bancario en sentido propio, tiene que participar en él la persona que ostenta legítimamente la titularidad jurídica de una empresa bancaria". Con dicho autor, la conceptualización de un contrato como bancario reposa pues sobre la base de un criterio subjetivo: la intervención de una entidad bancaria. GARRIGUES, Joaquín. *Contratos bancarios*. 2ª ed. Madrid: Imprenta Aguirre, 1975, p. 4 y 31.

³³⁶ Este apartado será objeto de un estudio más sistemático a propósito de los elementos personales de este contrato.

su propia naturaleza, siendo factible que el swap se contrate entre empresarios ajenos a una actividad bancaria y por ende no apto para calificarse de bancario³³⁷.

Recordemos que³³⁸ tradicionalmente se aperciben dos conceptos de contrato bancario: uno subjetivista, que gravita en la necesaria intervención de un banco o entidad de crédito, y otro objetivista o funcional, asentado en la causa de financiación/inversión³³⁹. Esta última postura goza de aceptación doctrinal generalizada³⁴⁰.

³³⁷ En contra del carácter bancario del swap vid. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., pág. 484. DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, Ignacio. «El contrato de swap». En *Cuadernos de Derecho judicial. Contratos bancarios y financieros*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1993, p. 439. CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. «Aspectos legales de las llamadas técnicas de financiación SWAP». *Las operaciones SWAP como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*: Madrid, 13 y 14 de marzo de 1985 / conferencia organizada por Manufacturers Hanover, Instituto de Empresa. Madrid: Instituto de Empresa, D.L. 1985, p. 183. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...* ob. cit., pág. 79.

³³⁸ “Tradicionalmente se han distinguido dos conceptos de contrato bancario, el subjetivista, basado en la intervención necesaria de un banco o entidad de crédito y seguido por GARRIGUES, FERRI y GARCÍA VILLAVÉRDE y el objetivista o funcional, basado en la causa de financiación/inversión y patrocinado por SANTOS. TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «El concepto y la clasificación de los contratos bancarios». GADEA SOLER, Enrique; SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo (coord.). *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, p. 131-144. Este autor distingue entre los contratos bancarios regulares, que son aquellos donde una de las partes ostenta la autorización administrativa precisa para realizar la actividad bancaria que constituye el objeto de dicho contrato (véase el art. 2º 2 del RD-Legislativo 1298/1986, de 28 de junio a propósito de las entidades de crédito) y los contratos bancarios irregulares, en el que ninguno de los intervinientes, esté autorizado administrativamente para desarrollar la actividad bancaria típica que sea objeto de ellos.

³³⁹ BONET SÁNCHEZ, José Ignacio. «Capítulo II: El contrato bancario». NIETO CAROL, Ubaldo (dir.). *Contratos bancarios y parabancarios*. Valladolid: Lex Nova, 1998, pp. 85 y ss.

³⁴⁰ SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., pág. 260. Postura seguida entre otros por BROSETA, URÍA, GARCÍA-PITAS Y LASTRES, VICENT CHULIÁ, SANTOS, SÁNCHEZ CALERO... Así SANTOS (SANTOS MARTÍNEZ, Vicente. *El contrato Bancario. Concepto funcional*. Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales: Bilbao, 1972, págs. 139-142) sostiene que el contrato tiene la calificación de bancario, si se encontrara al servicio de la actividad típica de intermediación en el crédito. En palabras de SÁNCHEZ CALERO “podríamos definir como contrato bancario aquel acuerdo de voluntades tendente a crear, modificar, regular o extinguir una relación jurídica bancaria, entendiendo por tal la que se incardina dentro de la actividad de intermediación crediticia indirecta. Es decir, una relación que sirva para que el banco realice la actividad de captar fondos del público con ánimo de utilizarlos por cuenta propia en la concesión de créditos, será, por definición, una relación jurídica bancaria”. SÁNCHEZ CALERO, Fernando, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Vol. II. Navarra: Aranzadi, ed. 37, 2015, 785 p. Tradicionalmente las operaciones y contratos bancarios se clasifican en tres grandes categorías: las

En esta línea se ha meditado si en el swap de tipos de interés existe captación de fondos con obligación de restitución, como actividad propia de las entidades de crédito.

Al efecto debemos afirmar que no, a menos que se hubiese estipulado la entrega al inicio del contrato de los nocionales respectivos, característica que se da en los swaps de divisas, pero no así en los swaps de tipos de intereses. En todo caso, si hubiera captación de fondos, ésta no se efectúa de cara al público, ni su propósito es la aplicación de los fondos obtenidos a la concesión de créditos. Además las cantidades satisfechas en virtud del swap de tipos de interés, constituyen pagos no reembolsables entre las partes. Por todo ello, deberemos hablar, de **actividades parabancarias**³⁴¹, esto es actividades compatibles con la actividad bancaria, que no se encuentran incardinadas en la interposición en el crédito o la prestación de servicios accesorios a los mismos, ni están reservadas exclusivamente a entidades de crédito³⁴². Es por tanto que consideramos la incardinación del swap de tipos de interés contrato parabancario como la más acertada, al carecer de una significación crediticia de intermediación y por tanto, no estar reservada su ejecución a las entidades de crédito con carácter exclusivo.

operaciones activas, las operaciones pasivas y las operaciones neutras o parabancarias (por todos, SANTOS MARTÍNEZ, Vicente., *El contrato...* ob. cit., págs.179 y ss.). Dentro de estas últimas se insertan la mayoría de los contratos de servicios de inversión que realizan las entidades de crédito, ya que no constituyen operaciones pasivas, al no captar fondos por cuenta propia las entidades de crédito, ni activas (el banco no concede crédito, excepción hecha del préstamo de valores), sino que se trata de un conjunto de contratos que realizan los bancos en el ámbito del mercado de valores o más propiamente de los servicios de inversión, y que por ello no cumplen la función de intermediación en el crédito indirecto que es la típica y esencial de la actividad bancaria (SANTOS MARTINEZ, ob. cit. pp. 136 y ss.). Por ello estos contratos han de delimitarse atendiendo a un criterio objetivo: la prestación de servicios de inversión. PALÁ LAGUNA, Reyes. «Los contratos de servicios de inversión realizados por las entidades de crédito». SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo; GADEA SOLER, Enrique. SACRISTÁN BERGIA, Fernando. *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, p.1287.

³⁴¹ SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., págs. 260-273.

³⁴² Dicha actividad parabancaria puede ser desarrollada tanto por entidades de crédito, como por otros tipos de entidades financieras que no revisten tal condición (i.e. empresas de servicios de inversión). En contra del carácter parabancario, VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...* ob. cit., pág. 78, señala que si bien en base a los orígenes del swap, podemos hablar de un contrato parabancario, dicha afirmación también debe matizarse, por extenderse su ámbito más allá de las operaciones de pasivo, y no estar necesariamente presente una entidad bancaria.

En el caso de que a través del swap de tipos de interés se gestionase el riesgo sobre un mismo subyacente, estaríamos ante un negocio **diferencial** cuya consumación coincide en el tiempo de vigencia del contrato³⁴³. Si el contrato de swap se realizare sobre distintos subyacentes, el swap no ostentaría la categoría de contrato diferencial, en especial cuando las liquidaciones no coincidan en el tiempo³⁴⁴. Conviene recordar en este punto que el art. 2 TRLMV distingue claramente entre las permutas financieras y los contratos por diferencias. Así, en la tradición anglosajona³⁴⁵, los swaps consisten en el intercambio de dos flujos de pagos desde el instante de su aparición, mientras que los contratos por diferencias se basan en el cálculo posterior de un único pago en función de la diferencia entre los precios de un mismo activo. Si bien en la práctica, se pueden obtener los mismos resultados a través de un contrato por diferencias y un swap liquidado por diferencias, en cada caso tenemos tipos contractuales sujetos a regímenes diversos. A la postre, no todos los swaps de tipos de interés se liquidan por diferencias.

³⁴³ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps...ob. cit., págs. 653-654.

³⁴⁴ *“En este caso las diferencias que se satisfacen son representativas, en su caso, de la cuantía en que una deuda excede de la otra y constituyen el resultado del mecanismo de la compensación entre dos deudas recíprocamente coincidentes en el tiempo que son compensadas en la cuantía coincidente sobre la base de la aplicación del art. 1202 C.c...”*. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. *Los derivados*...ob. cit. págs. 112-113. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros*...ob. cit., pág. 478, señala que en el contrato diferencial no hay compensación pues por definición contractual, no cabe la existencia de deudas recíprocas entre las partes a resultas de la ejecución, dado que de su consumación sólo resulta un único derecho de crédito y una deuda. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación*...ob. cit. pág. 654, señala que no hay compensación sino cálculo de un diferencial. Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación*...ob. cit. págs. 653-654. FERRI-RICCHI, Amadeo. *El contrato*...ob. cit., págs. 261 y ss. afirma que el swap no es un contrato diferencial, pues *“En el contrato diferencial las partes, en el momento de la conclusión del contrato, establecen que recíprocamente se pagará la diferencia. Tal concepto no se debe confundir con el de la compensación. La compensación tratada en los artículos 1195 a 1202 del Código Civil Italiano y artículos 1241 a 1252 del Código Civil, es un modo de extinguir las obligaciones (artículo 1156 del Código Civil Italiano); mediante ella dos deudas se extinguen por: modo automático si las deudas son homogéneas y tienen por objeto una suma de dinero o una cantidad de cosas fungibles y si son líquidas y exigibles (artículo 1243 del Código Civil y 1196 del Código Civil). Si una de las dos deudas no se ha liquidado, la compensación puede ser ordenada por el juez, y se dice que la compensación es judicial. La última hipótesis es que la deuda puede ser compensada voluntariamente, siempre que haya las condiciones citadas (artículos 1252 del Código Civil), es decir se estipulan dos compraventas recíprocamente.”*

³⁴⁵ HENDERSON, Schuyler K.; PRICE, John A.M. *Currency*...ob. cit., pág. 1.

6. El swap de tipos de interés como contrato principal y autónomo

Por su independencia jurídica, se trata de un **contrato principal**, con sustantividad propia, ya que engendra relaciones jurídicas específicas y distintas de las relaciones jurídicas subyacentes que coadyuvan a alcanzar el fin empírico del contrato³⁴⁶. Para justificar esta idea, veremos cómo el SWAP tiene causa propia, pues en este contrato se permutan las obligaciones económicas que derivan de las obligaciones legales suscritas, es decir *“los medios de pago y no los pagos en sí”*.

Si bien, este contrato *ab initio*, aparecía junto a otros de carácter financiero (por ejemplo un préstamo, y más recientemente hipotecas), en la práctica, las relaciones subyacentes en el caso de que existan, pueden crearse *“ad hoc”*³⁴⁷. Esta posibilidad queda corroborada a través de la ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, que en su artículo decimonoveno indica que *la contratación de la citada cobertura (refiriéndose a los instrumentos de cobertura del riesgo de tipo de interés) no supondrá la modificación del contrato de préstamo hipotecario original*. Lo cual denota que la contratación del SWAP de tipos de interés puede tener lugar con carácter ulterior al contrato con el cual esté vinculado (v.g. un contrato de préstamo), siendo así la independencia jurídica un hecho indiscutible.

³⁴⁶ Vid. DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., págs. 223-224. DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. Los pagos...ob. cit., págs. 1519-1520. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. Aspectos...ob. cit., pág. 192. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato*...ob. cit., págs. 56-65; MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización*...ob. cit., págs. 49-50. JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación*...ob. cit., pág. 664. SSAP Ávila (secc. 1ª) de 12 de enero de 2012 (FD 4º); Burgos (secc. 2ª) de 2 de junio de 2011 (FD 2); Lugo (secc. 1ª), de 27 de septiembre de 2011 (FD 2º); Pontevedra (secc. 1ª) de 7 de abril de 2010 (FD 4º); Zamora (secc. 1ª), de 22 de septiembre de 2011 (FD 4º); Zaragoza, (secc. 5ª), de 19 de marzo de 2012 (FD 3º), de 20 de junio de 2011 (FD 4º), de 24 de noviembre de 2011 (FD 12)

³⁴⁷ DÍAZ RUIZ, E. El contrato...ob. cit., pág.772.

El swap de tipos de interés, se define pues como un **contrato autónomo**, que pese a tener analogías con otros contratos tradicionales, tal y como hemos destacado, se revela como un contrato que engendra obligaciones propias. De este modo, las vicisitudes del contrato subyacente no repercuten en el contrato de swap y viceversa pudiendo aquel subsistir sin dicho contrato subyacente³⁴⁸.

Por otro lado, la estructura contractual presenta normalmente un encadenamiento de operaciones ligadas a un contrato tipo, lo que no conlleva la calificación del SWAP de contrato complejo, hallándonos sin embargo ante un contrato único, pero con pluralidad de objetos³⁴⁹.

7. El swap de tipos de interés como contrato bilateral y sinalagmático: examen de la doctrina del TS

Por la naturaleza de los vínculos, se trata de un contrato bilateral y sinalagmático, pues genera recíprocas obligaciones, que nacen o existen simultáneamente, concebidas como equivalente.

³⁴⁸ Se imposibilita así la aplicación del principio *accessorium sequitur principale*. Como nos recuerda MARTÍN MÁRQUEZ, “la noción de accesoriedad, de manera general, expresa una relación de dependencia o subordinación entre relaciones jurídicas, de modo que la accesoría no puede existir sin la principal, cuyas vicisitudes le afectan (pero no viceversa); sin excluir que la relación accesoría tenga además sus propias vicisitudes.” MARTÍN MÁRQUEZ, Virginia. «La fianza: tratamiento jurídico en el Derecho español y en la contratación internacional». En *Anuario de la Facultad de Derecho (Universidad de Extremadura)*, nº 16, 1998, p. 201.

³⁴⁹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 57.

A mayor abundamiento, los swaps de tipos de interés, son contratos en los que dos agentes económicos acuerdan intercambiar flujos monetarios con la correlativa creencia de verse ambos favorecidos a través de dicha transacción³⁵⁰.

No obstante, debemos llamar la atención en este contexto sobre la doctrina que al efecto postula el TS, que entre otras, en Sentencia de 9 de enero de 2013 afirma a propósito de los swaps desvinculados de cualquier otra operación que *“no se trata de obligaciones funcionalmente recíprocas ya que nada más surgen obligaciones para una de las partes”*.

Es más, en sede de swaps de tipos de interés, la STS de 8 de enero de 2013 distingue entre el sinalagma genético y el funcional³⁵¹, siendo el primero el referido al

³⁵⁰ En palabras de VEGA *“con la mutua suposición de verse ambos favorecidos”* a través de la transacción. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.57.

³⁵¹ *«La doctrina distingue el "sinalagma genético" —es decir de la obligación que condiciona necesariamente la contraprestación del otro (verbigracia, en el contrato de compraventa, la obligación consistente en el "deber de vender" es la génesis o la causa de la obligación del "deber de pagar" de la contraparte)—, del denominado "sinalagma funcional" —implícito en toda obligación recíproca (es decir, en el ejemplo anterior, el "deber de vender" y el "deber de pagar" el precio deben realizarse al mismo tiempo)—. TÁSIES BELETA, Ricard. «Nuevas consideraciones sobre el swap de intereses en sede concursal». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 5, 2011, págs. 131-145. Precisa la Sentencia del Tribunal Supremo de 18 noviembre de 1994 (RJ 1994\9322), que “El segundo punto a determinar es el concepto legal y jurisprudencial que merecen la obligaciones recíprocas; teniendo declarado esta Sala, que las obligaciones bilaterales y recíprocas tienen por contenido un sinalagma doble, el genérico en cuanto una atribución obligacional debe su origen a la otra, y el funcional significativo de la interdependencia que las dos relaciones obligacionales tienen entre sí en cuanto a su cumplimiento; de tal forma que cada deber de prestación constituye para la otra parte la causa por la cual se obliga, resultando tan íntimamente enlazados ambos deberes, que tienen que cumplirse simultáneamente”. Como indica la Sentencia 814/2007, de 5 de julio “las obligaciones bilaterales y recíprocas tienen por contenido un sinalagma doble, el genérico en cuanto una atribución obligacional debe su origen a la otra, y el funcional significativo de la interdependencia que las dos relaciones obligacionales tienen entre sí en cuanto a su cumplimiento; de tal forma que cada deber de prestación constituye para la otra parte la causa por la cual se obliga, resultando tan íntimamente enlazados ambos deberes, que tienen que cumplirse simultáneamente”. Sobre la materia véase Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. Tomo II...ob. cit., págs. 432 y 433. «La idea del "sinalagma genético" significa que en la génesis de la relación obligatoria cada deber de prestación constituye para la otra parte la razón de ser o la causa por la que queda obligada a realizar o ejecutar su propia prestación. Por ello, un regular desenvolvimiento de la relación obligatoria sinalagmática exige la existencia de ambas obligaciones. La inexistencia o la subsiguiente desaparición de uno de los deberes de prestación lleva aparejada la consecuencia de que el otro, aislado, carezca por completo de sentido y de razón de ser. En esta idea tiene su fundamento el fenómeno de la resolución por imposibilidad sobrevenida, que más*

momento de perfección de la relación obligatoria para cada una de las partes, y donde la prestación de cada una constituye para la otra la causa de su prestación, y el sinalagma funcional aquel en el que ambas prestaciones deben cumplirse simultáneamente, y donde por ello, las prestaciones pendientes de cumplimiento para una de las partes, no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra³⁵².

En el caso de las liquidaciones derivadas de un contrato de permuta financiera de tipos de interés no existe interdependencia alguna entre la prestación del cliente bancario y las que pueda estar obligada a pagar la entidad bancaria cuando le corresponda³⁵³, siendo así que el Supremo ante la falta de sinalagma funcional, entiende que el swap no se puede considerar como un contrato con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, pues sólo surgen obligaciones para una de las partes, que no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra³⁵⁴. Es por ello que el swap de tipos de interés se tacha de aleatorio bilateral, pero

adelante estudiaremos con mayor detenimiento. El "sinalagma funcional" significa que ambos deberes de prestación, funcionalmente enlazados, deben "cumplirse" simultáneamente. La regla de la ejecución simultánea de las prestaciones recíprocas aparece así como una consecuencia inmediata de su interdependencia funcional. Es la idea que preside los artículos 1466 y 1500 en relación con el contrato de compraventa y que es aplicable a todas las relaciones sinalagmáticas. La regla de la ejecución simultánea de las obligaciones sinalagmáticas encuentra, sin embargo, algunas excepciones. El negocio jurídico constitutivo de la obligación, los usos del tráfico o la naturaleza de las cosas pueden imponer un distanciamiento o una separación de las prestaciones. Por ejemplo: se vende al fiado; el comprador hace previa entrega del precio; se ejecuta una obra o se realiza un trabajo que se cobrará más adelante. Cuando las prestaciones se distancian temporalmente, el que cumple primero concede crédito. La interdependencia o reciprocidad entre las obligaciones continúa en tales casos existiendo, en la medida en que cada una de ellas es la razón de ser de la prestación y de la obligación recíproca».

³⁵² A tenor de la sentencia citada, el sinalagma genético es el “referido al momento en el que se perfecciona la relación obligatoria en el que la prestación de cada una de las partes constituye para la otra la causa propia, de tal forma que funcionan como contravalor o contraprestación” y el funcional aquel “en el que ambas prestaciones deben cumplirse simultáneamente, sin perjuicio de las excepciones que imponen los usos del tráfico o el pacto.”

³⁵³ Es por ello que el crédito resultante de las liquidaciones posteriores a la declaración de concurso no puede ser considerado crédito contra la masa.

³⁵⁴ Como señala la STS de 10 de julio de 2014, “En el swap de tipos de interés se intercambian determinadas medidas de valor representadas por la aplicación de tipos fijos o variables de tasas de

carente de la condición de funcionalmente sinalagmático³⁵⁵, al crear obligaciones sólo para una de las partes, sin perjuicio de que el riesgo sea bilateral, y considerando que en función de la aleatoriedad del contrato la parte para la cual surjan obligaciones puede no ser la misma en todas las liquidaciones (STS 629/2015, de 17 de noviembre de 2015).

La exclusión, errónea a nuestro entender, del carácter sinalagmático del swap viene invocada basándose, de un lado, en el carácter aleatorio del mismo, cuya calificación no compartimos, pues descarta la reciprocidad sin más de las obligaciones aleatorias³⁵⁶, y de otro, en el hecho de ligar a la simultaneidad de cumplimiento, el carácter sinalagmático de las obligaciones derivadas del swap.

interés a un nocional, pero no surgen obligaciones recíprocas que se compensen con el efecto de extinguirse recíprocamente en la cantidad concurrente y quede, en su caso, un saldo a favor de una de ellas. Tal intercambio o permuta de flujos opera como mero mecanismo de cálculo o determinación de la única obligación que surge para una sola de las partes.”

³⁵⁵ STS de 10 de julio de 2014.

³⁵⁶ En este sentido REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit., págs. 2775 y ss. Señala pues que “la bilateralidad del contrato de swap no puede ser negada por el carácter aleatorio que del mismo predica la Jurisprudencia (pese a la crítica a dicha calificación de contrario aleatorio en su globalidad puede realizarse, según nos hemos referido con anterioridad). Como hemos podido ver en la Jurisprudencia, en el swap, el alea se verifica cuando se produce el evento previsto, es decir, el tipo aplicable a la fecha convenida de cada liquidación periódica, pero la bilateralidad del alea implica que una de las partes contractuales del swap sea la que efectivamente pierda o gane en el instrumento financiero particular contratado. Ambas partes se han obligado recíprocamente en la génesis obligacional, con apreciación de sinalagma genético en el swap concreto, con completa interrelación entre las correspondientes liquidaciones periódicas del instrumento financiero particular, ya que tanto el particular como la entidad financiera se obligan al pago convenido cuando acontezca el evento aleatorio y la razón de ser o causa de la obligación de la entidad financiera es la propia del particular e igualmente de forma recíproca. ¿Pero, incluso conforme a su naturaleza aleatoria, acreditada la bilateralidad genética del swap, se puede compartir la inexistencia de bilateralidad funcional del swap tal y como hace el Tribunal Supremo? A nuestro juicio no, la posibilidad de que sólo puedan existir prestaciones a cargo de una de las partes es nota intrínseca a la aleatoriedad de este particular instrumento financiero, es decir, es el evento fortuito acordado el que otorga la bilateralidad propia al swap. Dicha bilateralidad otorgaría, por ejemplo, el remedio resolutorio al contratante cumplidor frente al contratante incumplidor, así como la posibilidad de alegar la exceptio non adimpleti contractus. Ello sucede, por ejemplo, en contratos aleatorios típicos como el contrato de seguro (art. 15 de la Ley del Contrato de Seguro) y el contrato de vitalicio (art. 1795 del CC), sin que la nota del alea, impida su configuración como sinalagmáticos funcionales, por otro lado sancionada legalmente. La configuración del alea en el swap, puede implicar, efectivamente que una de las partes no tenga que realizar prestación en un determinado momento temporal, o incluso, durante la totalidad de la duración de este instrumento financiero particular (como por ejemplo, en el contrato de seguro donde durante la vigencia de la póliza no se produce el siniestro objeto de cobertura), pero ello,

Dichos argumentos pecan de erróneos, pues afirman la imposible simultaneidad fijándose en el resultado final de las operaciones de liquidación³⁵⁷. Además, nos obliga a plantearnos si un contrato de tracto sucesivo, como al efecto lo es el swap, puede calificarse sin más de unilateral³⁵⁸.

A dichos razonamientos se puede responder, aduciendo que, si bien la simultaneidad del pago, genera compensaciones en muchas de las modalidades del contrato de SWAP de tipos de interés, siendo el deudor tras la compensación el único obligado al pago, esta nota no convierte al SWAP en un contrato unilateral, pues el instituto de la compensación prejuzga la existencia de dos obligaciones ex art. 1196.1 C.c.³⁵⁹, no debiéndose confundir las obligaciones (recíprocas) que nacen del contrato,

no puede suponer que no exista una bilateralidad funcional, ya que es el evento fortuito querido y asumido por las partes el que origina aleatoriamente el cargo de la prestación debida, recíprocamente asumida”.

³⁵⁷ De este modo «La sentencia del TS, de 8 de enero de 2013, nos señala claramente (apartado 32) que el cumplimiento simultáneo lo es "en el sentido de que el acreedor de una obligación recíproca no puede exigir a su deudor que cumpla, si a su vez no ha cumplido o cumple al tiempo u ofrece cumplir la otra obligación recíproca de la que es deudor". Y es evidente que también en cada liquidación que debe hacerse quien resulte obligado por ella podrá ser exigido en tanto la siguiente, o la anterior, puede resultar a favor o en contra pero en cualquier caso con posibilidad de exigir en función de su cumplimiento en la anterior a cada una de ellas. Es decir, todas las liquidaciones son interdependientes, en cuanto a su cumplimiento, de la siguiente y de la anterior. Esta última en cuanto ya existente y la siguiente en cuanto a la aleatoriedad del resultado». Véase SANJUÁN Y MUÑOZ, Enrique. «Sinalagma y concurso de acreedores: a propósito de las sentencias del Tribunal Supremo, de 8 y 9 de enero de 2013, sobre el swap y el Real Decreto-ley 5/2005». En *Diario La Ley*, núm. 8057, Sección Doctrina, de 8 de abril de 2013.

³⁵⁸ Como señala la SAP de Pontevedra, de 13 de octubre de 2010 "hasta cierto punto, el contrato es unilateral y no bilateral, en tanto que genera obligaciones principales —la de pagar el saldo deudor resultante— sólo a cargo de una de las partes, aunque dicha parte pueda no ser siempre la misma. Si ello es así, no es un contrato de tracto sucesivo en el sentido de que genere obligaciones recíprocas periódicas a cargo de ambos contratantes".

³⁵⁹ En efecto, "la compensación es uno de los modos de extinción de las obligaciones consagrados por el art. 1156 CC, siendo así un subrogado del cumplimiento de lo debido que exige en todo caso una previa reciprocidad de obligaciones (...)". ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

con sus formas de extinción (compensación automática y pago del saldo resultante a cargo de una de las partes)³⁶⁰.

A este argumento se podría replicar³⁶¹ en el sentido de afirmar que *«del contrato no nacen obligaciones compensables, ni siquiera automáticamente, sino que el referido intercambio de flujos forma parte del mecanismo de cálculo o determinación, al tiempo de realizar la preceptiva liquidación, de una única obligación, para una de las partes»*³⁶².

No obstante, debemos constatar que el swap es un contrato generador de recíprocas obligaciones, aunque el intercambio a que ha lugar no es bilateral, dado que en ningún caso ambas partes asumen posiciones contractuales equilibradas en cuanto al riesgo asumido. Ello se debe, a que el riesgo que la entidad financiera asume frente al cliente lo traslada al mercado mediante la contratación de una operación similar de

³⁶⁰ SAP de Pontevedra, de 13 de octubre de 2010. Señala la citada sentencia al efecto que *“no se deben confundir las obligaciones (recíprocas), que nacen del contrato, con sus formas de extinción (en este caso, compensación automática y pago del saldo resultante a cargo de una de las partes). La forma de realización de los pagos sucesivos en cumplimiento del contrato aplicando la mencionada fórmula de compensación (generando un cargo sólo a una de las partes) no implica que el contrato deje de ser bilateral, pues lo que se genera son obligaciones recíprocas de pago a cargo de ambas partes en cada liquidación y, por tanto, mediante un tracto sucesivo.”* Véase REDONDO TRIGO, Francisco. «Swap y sinalagma». En *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 783, 2013, pág. 2779.

³⁶¹ SAP de Barcelona de 9 de febrero de 2011.

³⁶² Es más *«de hecho, en el contrato de swap de cada liquidación periódica aflora una única obligación para una sola de las partes, sin perjuicio de que en futuras liquidaciones, por el cambio de las circunstancias, pudiera surgir alguna otra obligación para la otra parte, se trata de obligaciones que, si bien nacen del mismo contrato, no traen causa unas de otras, son desde esta perspectiva autónomas. Prueba de ello es que el swap sobre tipos de interés reúne los requisitos con que la doctrina caracteriza los contratos aleatorios: la indeterminación inicial del resultado; la dependencia definitiva del mismo de circunstancias aleatorias que lo hacen incierto; y la voluntariedad de las partes al asumir ese riesgo. A diferencia de los contratos conmutativos, en los que cada parte sabe desde su perfección el contenido de cada prestación, en los contratos aleatorios las partes quedan expuestas desde su perfección a unos resultados (positivos o negativos) que sólo son verificables cuando se produce el evento previsto, en nuestro caso: el tipo aplicable a la fecha convenida de cada liquidación periódica. Por eso, como se ha afirmado en la doctrina, el swap sobre tipos de interés encierra una apuesta bilateral, ya que las dos partes quedan obligadas desde que se confirma la operación de swap, pero sólo una de ellas ejecutará su prestación en cada liquidación periódica según el resultado del cálculo que corresponda a dicha liquidación. En consecuencia, no cabe hablar de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes, pues en cada una de las liquidaciones lo será por alguna de las partes»*.

signo contrario, para quedar, a su vez, cubierto en caso de que sea el Banco el perjudicado por una evolución de unos tipos contrarios a los escenarios fijados en la cobertura³⁶³. Es en este ámbito de la operativa con derivados, donde la entidad financiera “especula” en el mercado obteniendo un margen o ganancia, desconocida para el cliente³⁶⁴, quedando, por tanto, patente que a pesar de ser gratuita la contratación de estos productos, dado que el cliente no desembolsa pago alguno en concepto de comisión de apertura, la entidad financiera comercializadora sí que obtiene una ganancia o margen de forma directa por la simple contratación.

Creemos que dicho sinalagma funcional existe en el swap, pues no debemos olvidar la distinción entre el contrato de swap y las distintas operaciones que lo integran, de modo que si bien el *alea* contraído por ambas partes (en nuestro caso, evolución del tipo de interés) determina la prestación debida por la parte durante la ejecución del contrato, ello no obsta a que el incumplimiento de una operación pueda ser invocado como causa de resolución del contrato³⁶⁵. Además conviene recordar que los pagos

³⁶³ En este sentido se cita la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia de Gijón número 6, de 21 de enero de 2010, que nos dice en su Fundamento de Derecho Cuarto: “(...) *el riesgo que este asume frente al cliente lo traslada al mercado contratando a su vez el producto con otras entidades y con las mismas características, de manera que si el cliente gana también lo hace el Banco, pero si pierde es aquél el único perjudicado al contraer una deuda con el banco, que obtiene en todo caso un beneficio a través de la comisión que percibe acudiendo al mercado mayorista.*”

³⁶⁴ E imputada a la cuenta de resultados de la oficina comercializadora como ingreso atípico en la partida R.O.F.de balance.

³⁶⁵ «*El cumplimiento de la obligación a cargo de una de las partes depende de la otra. De no ser así, ¿se podría entender que ante una posición alcista del tipo de interés ante la que se ha cubierto el contratante del swap pagase la liquidación correspondiente la entidad financiera, si previamente su contraparte no ha pagado la liquidación que le hubiera supuesto el pago ante una bajada del tipo de interés? Evidentemente, no. El desarrollo de la ejecución y el cumplimiento de las prestaciones debidas están así íntimamente conectadas y si el particular contratante cumple, ha de serlo, porque la entidad financiera también ha cumplido en su caso, si efectivamente el alea asumido lo ha querido así para ambos casos.*» REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit. pág. 2786. Además «*el carácter recíproco de las prestaciones debidas, en modo alguno desaparece o resulta desvirtuado como consecuencia del establecimiento en el contrato de un acuerdo de compensación contractual, usual en sede de permutas financieras, donde las partes, aun cuando están obligadas recíprocamente a realizarse pagos mutuos, convienen que la liquidación de dichas obligaciones se efectúe mediante un "pago por diferencias", operando el instituto jurídico de la compensación en el importe concurrente de las obligaciones*

nacidos del swap de tipos de interés no retribuyen un capital, sino que se calculan llanamente sobre la base de un subyacente que no es objeto de intercambio³⁶⁶.

Es más, el cumplimiento simultáneo de prestaciones, no es nota que defina el sinalagma funcional, pues si bien la simultaneidad es un efecto natural de las obligaciones bilaterales, dicho efecto puede ser derogado por ley o contrato, o excluido por los usos o la propia naturaleza de la relación obligatoria. Piénsese por ejemplo en la compraventa con precio aplazado, cuya bilateralidad nadie discute. Y es precisamente el alea definido por las partes el que define el momento en que cada una de las partes tiene que cumplir con su obligación.

Igualmente podemos invocar que en los swaps de tipos de interés no existe necesariamente liquidación por diferencias, aunque sea lo más corriente en algunos de sus tipos, como el IRS, puesto que las fechas de pago coinciden habitualmente para ambas partes, y se denominan en la misma moneda. Pero en todo caso, se trata de un efecto puramente operacional, no jurídico, al darse las condiciones prescritas en el propio contrato marco. Siendo así, a través del análisis de la dinámica del IRS se puede intuir la existencia de un vínculo casual entre los pagos de cada una de las partes, siendo la eventual compensación puramente instrumental. Ello supone a nuestro juicio, la afirmación de la existencia de un sinalagma en el IRS, más allá de la negación por parte del Supremo de la existencia de un sinalagma funcional en esta figura.

De igual modo sustentar el carácter no sinalagmático del contrato, sobre la base de afirmar que al tiempo de liquidación una sólo de las partes queda obligada,

recíprocamente debidas». CANLE, José Ignacio. «Concurso de acreedores y swap de tipos de interés». En *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 22, 2011, pág. 351 y ss.

³⁶⁶ Vid. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

equivaldría a afirmar el carácter gratuito del contrato, en el supuesto de que dicha liquidación generase obligaciones únicamente a favor de una de las partes³⁶⁷.

La tesis del TS, por otro lado entrañaría que tras la declaración de concurso, el proveedor del swap no podría invocar la excepción de contrato incumplido, y ni tan siquiera resolver del contrato, al no existir reciprocidad contractual, lo cual es del todo inadmisibile.

Es por ello que sostenemos que en el SWAP, sí se da esta interdependencia entre las prestaciones de las partes, por todo lo cual se producen los siguientes efectos:

a) El cumplimiento simultáneo de las obligaciones recíprocas, si nada establece la ley o el contrato. Si una de las partes pretende exigir el cumplimiento de su prestación, sin ofrecer la realización de la suya, el demandado podrá oponer a su pretensión la *“exceptio non adimpleti contractu”*.

b) La *compensatio mora*, que recoge el último párrafo del art. 1100 C.c.³⁶⁸

c) Teoría de los riesgos, que supone que cuando una de las partes por caso fortuito o fuerza mayor se encuentra imposibilitada de cumplir su obligación, la otra parte queda liberada de cumplir la suya propia.

d) Resolución en caso de incumplimiento como se deduce del art. 1124 del C.c.³⁶⁹

³⁶⁷ “Llevando al máximo esta tesis, en el caso de un Swap que estuviera durante todo el plazo del contrato generando obligaciones a favor de una de las partes, no existiría cruce de contraprestaciones (¿acaso tendría sentido hablar de un negocio a título gratuito?). Nada más lejos de la realidad. El proveedor del Swap también ha contraído una obligación, por más que esté latente, por la nota de aleatoriedad del contrato. El cliente paga en un momento dado porque en un momento posterior tiene la expectativa de cobrar”. VILLORIA RIVERA, Íñigo. «Swaps y Ley Concursal». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 23, Sección Cuestiones prácticas, Segundo semestre de 2015, Editorial LA LEY.

³⁶⁸ En las obligaciones recíprocas ninguno de los obligados incurre en mora si el otro no cumple o no se allana a cumplir debidamente lo que le incumbe. Desde que uno de los obligados cumple su obligación, empieza la mora para el otro

En sede del contrato de SWAP de tipos de interés debemos estudiar por un lado los requisitos que conllevan la aplicabilidad del art. 1124, y por otro las consecuencias del incumplimiento imputable, que referiremos sucintamente, pues su estudio será abordado en el capítulo 5³⁷⁰.

Como premisa diremos que, el art. 1124 C.c. no entra en juego, tal y como aparece en la ley, si hay un pacto que regule y condicione el ejercicio de la facultad resolutoria, como de hecho suele ocurrir en el seno de los contratos-marco³⁷¹.

Se plantea en tales casos, cuándo se puede hacer uso de la excepción de contrato no cumplido en el swap.

Por lógica resulta imposible que la parte obligada en primer término pueda hacer uso de esta facultad³⁷². No obstante creemos que se puede aceptar el empleo de la *exceptio non adimpleti contractus* cuando se manifiesten circunstancias que le hagan racionalmente temer que la otra parte no cumplirá con su prestación cuando venza³⁷³.

³⁶⁹ La facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe. El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos. También podrá pedir la resolución, aun después de haber optado por el cumplimiento, cuando éste resultare imposible. El Tribunal decretará la resolución que se reclame, a no haber causas justificadas que le autoricen para señalar plazo. Esto se entiende sin perjuicio de los derechos de terceros adquirentes, con arreglo a los artículos 1.295 y 1.298 y a las disposiciones de la Ley Hipotecaria.

³⁷⁰ Véase STS de 29 de noviembre de 1996 sobre los requisitos de la acción resolutoria que surge *post contractum*.

³⁷¹ Conviene recordar que «tanto la excepción de incumplimiento contractual como el específico régimen de constitución en mora descansan sobre el presupuesto de la coetaneidad en la ejecución de las prestaciones correlativas, sin el cual sólo parcial y limitadamente despliegan sus efectos». FERNÁNDEZ URZAINQUI, Francisco Javier. «La regla de la simultaneidad en el cumplimiento de las obligaciones bilaterales». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 639, marzo-abril de 1997, págs. 410 y 411.

³⁷² RODRÍGUEZ-ROSADO, Bruno. Resolución y sinalagma contractual. Madrid: Marcial Pons, 2013, págs. 95 y 96

³⁷³ Ex art. 1129 C.c. Así en el caso de que una de las partes devenga insolvente o disminuyan las garantías ofrecidas. En este sentido RODRÍGUEZ-ROSADO, Bruno. *Resolución y sinalagma contractual*.

Por lo que a la parte que se obliga a cumplir con posterioridad se refiere, y para el caso de que la otra le exija la prestación sin haber abonado la suya, puede hacer la primera, uso de la excepción, exigiéndose un cumplimiento anticipado.

Madrid: Marcial Pons, 2013, págs. 95 y 96: «La excepción de incumplimiento también podrá ser alegada en aquellos contratos en que una de las partes se ha obligado a cumplir primero, pero entonces sólo por la parte a la que se concedió cumplir con posterioridad, y para el caso de que la otra le reclame la prestación sin haber adelantado la suya. En estos casos, la excepción tiene una eficacia más fuerte que en los contratos de cumplimiento simultáneo, pues no bastará al demandante con el ofrecimiento de la prestación coetáneo al cumplimiento al cumplimiento que exige, sino que habrá efectivamente de cumplir su prestación anticipadamente —así sea por consignación, si la otra parte no quiere aceptar su cumplimiento, o llevando a cabo el ofrecimiento sin condicionante alguno cuando ni siquiera la consignación es posible— para que no le pueda ser opuesta la excepción de incumplimiento. Lógicamente, la parte obligada a cumplir primero no contará aquí con la excepción de incumplimiento frente a la pretensión de la otra parte. Sin embargo, varios Códigos Civiles europeos (321 BGB, arts. 1461 y 429 del Código Civil italiano y portugués, respectivamente) y, siguiendo sus pasos, varias propuestas de Derecho unificado [art. 9:201 de los Principios de Derecho Contractual europeo, art. 111.3:401 (2) del Draft Common Frame of Reference], admiten la posibilidad de que el contratante que se obligó a cumplir primero pueda emplear la exceptio non adimpleti contractus cuando aparezcan circunstancias que le hagan racionalmente temer que la otra parte no realizará su prestación cuando venza. El Código Civil español no recoge ninguna previsión al respecto, pero varios autores han señalado, con razón, que ese beneficio del plazo de que goza una de las partes y que impide a la otra oponer a su pretensión la excepción de incumplimiento, decaerá en virtud del artículo 1129 del Código Civil en varias circunstancias, típicamente cuando el favorecido devenga insolvente o disminuya las garantías dadas. Por medio de esa norma se alcanzará entonces el efecto previsto por las disposiciones extranjeras citadas, pues se permitirá a la parte que debía anticipar su prestación emplear la excepción de incumplimiento para obtener el cumplimiento simultáneo de las prestaciones. Y en los casos no cubiertos por ese precepto, como pueden ser los de declaraciones anticipadas de voluntad de no cumplir, parece claro que la pretensión de cumplimiento podrá ser rechazada por contraria a la buena fe». De este modo señala REDONDO TRIGO que “En el swap, como hemos apuntado, es el alea querido por las partes el que determina el momento solutorio al que se han obligado recíprocamente. Pues bien, debido a esa aleatoriedad será una de las partes la que en primer lugar tenga que cumplir con su obligación (en el contrato de seguro, el tomador abona la prima desde el primer momento sin que haya dado lugar la obligación de pago de la indemnización por parte de la aseguradora en ese primer momento de la vida contractual al no haber acaecido el siniestro objeto de cobertura) y si en función de esa aleatoriedad en el futuro es la contraparte la obligada al pago convenido, esta falta de simultaneidad temporal solutoria no puede suponer la inexistencia de bilateralidad funcional en el swap. Es decir, la entidad financiera no tendría que abonar (exceptio) su pago correspondiente debido en función del alea, si previamente y debido a dicho alea, su contraparte no hubiera satisfecho el pago pactado (a modo de lo que sucede en el contrato de seguro —aleatorio por excelencia— donde si la prima no ha sido pagada antes de que se produzca el siniestro el asegurador quedará liberado de su obligación)”. REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit., 2787.

No obstante debemos recordar la distinción entre la *exceptio non adimpleti contractus* y la *exceptio non rite adimpleti contractus*³⁷⁴. La primera enerva la reclamación hasta en tanto no se realice la prestación de la contraparte. La excepción enerva la reclamación temporalmente, y tiene sentido en tanto la prestación no realizada siga siendo útil. Más si en dicho intervalo, se genera una situación irreversible, al devenir un incumplimiento esencial³⁷⁵ estaremos ante un incumplimiento resolutorio cuyo remedio surge de la mano del art. 1124 C.c. a través de la acción de cumplimiento o de resolución e indemnización³⁷⁶.

Además los efectos del ejercicio de la condición resolutoria, son especiales a propósito de los contratos de tracto sucesivo³⁷⁷, pues conllevando la aplicación de las reglas de la retroactividad un enriquecimiento injusto respecto de las prestaciones ya ejecutadas³⁷⁸, en los contratos de tracto sucesivo debe haber irretroactividad de los efectos resolutorios³⁷⁹ respecto a las prestaciones ya ejecutadas³⁸⁰.

³⁷⁴ Se trata de la llamada falta de cumplimiento regular, oponible al demandante que ejecuta su prestación, pero de modo parcial o defectuoso. “*Si lo ejecutado defectuosamente afecta gravemente a la economía de la obligación contraída cabe o la excepción del contrato no cumplido o la resolución del vínculo.*” BELLO JANEIRO, Domingo. *Cuadernos prácticos Bolonia. Obligaciones y contratos. Cuaderno I. La relación obligatoria*. Madrid: Dykinson, 2010, pág. 131.

³⁷⁵ Así por ejemplo en los casos de imposibilidad sobrevenida fortuita, el transcurso del término llamado esencial, el «*aliud pro alio*», la imposibilidad de alcanzar los rendimientos o utilidades previstos, o la frustración del fin del contrato.

³⁷⁶ CABANILLAS SÁNCHEZ, Antonio. Derecho civil. En *Anuario de Derecho Civil*, núm. LXVIII-1, enero 2015, págs. 453-605.

³⁷⁷ Como lo es al efecto el SWAP.

³⁷⁸ Véase STS de 10 de marzo de 1950.

³⁷⁹ Opinión sustentada autores como CAPITANT, TRAVIESAS, MOSCO o PINTO RUIZ.

³⁸⁰ “(...) sería un error llegar a afectar la resolución a las mismas, si se ejecutaron regularmente y por ellas las partes han recibido la correlativa contraprestación. Y si la resolución no afecta a los efectos que el contrato ya produjo normalmente, y si sólo a los surgidos después de la declaración de resolución, esto quiere decir con toda claridad que, en estos casos, dicha resolución no tiene efecto retroactivo”. OGAYAR Y AYLLÓN, Tomás. *Efectos que produce la obligación bilateral. Doctrina jurisprudencial sobre los artículos 1124 y 1504 del Código Civil*. Navarra: Aranzadi, 1983, p. 123.

8. El swap de tipos de interés como contrato oneroso

Por su finalidad o título es un contrato oneroso, donde se da una cosa para recibir otra (art. 1274 C.c.³⁸¹), pues ambas partes se comprometen recíprocamente a pagar en efectivo, en los momentos de liquidación previstos, cantidades *incerta quanto*, resultantes de sustituir dos o más operaciones financieras llamadas subyacentes, o bien de la ejecución de las obligaciones nacidas de éstas³⁸².

Los swaps son contratos en los que dos agentes económicos acuerdan intercambiar flujos monetarios, “*con la mutua suposición de verse ambos favorecidos*”³⁸³ a través de dicha transacción. Por tanto, una cuestión que plantea este apartado es, si existe una verdadera onerosidad o equivalencia entre las prestaciones dado el carácter indeterminado que tienen las cantidades que se han de abonar a lo largo del contrato.

Consideramos que no es preciso que las prestaciones recíprocas sean equivalentes de conformidad con un criterio objetivo³⁸⁴, siendo suficiente que cada parte vea en la prestación de la otra, la contrapartida suficiente a su propia prestación. Si existiera una clara desproporción entre las dos prestaciones, por ejemplo, si una de ellas fuera irrisoria, podemos entender que cabe la rescisión del contrato, pudiendo estar en este caso en presencia de una venta simulada o mixta *con donazione*.

³⁸¹ Artículo 1274 CC. *En los contratos onerosos se entiende por causa, para cada parte contratante, la prestación o promesa de una cosa o servicio por la otra parte; en los remuneratorios, el servicio o beneficio que se remunera, y en los de pura beneficencia, la mera liberalidad del bienhechor.*

³⁸² IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. Validez y oponibilidad...ob. cit.

³⁸³ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 57.

³⁸⁴ BONET RAMÓN, Alonso. El vínculo jurídico obligacional. En *R.G.L. y J. y edic.* Septiembre, 1967, p. 9. OGAYAR Y AYLLÓN, Tomás. *Efectos*...ob. cit., pág. 15

9. El swap de tipo s interés como contrato conmutativo

Los contratos onerosos, a su vez, pueden ser conmutativos o aleatorios, **según que la entidad del riesgo pueda ser determinada ab initio o no.**

La caracterización del swap de tipos de interés como contrato conmutativo o aleatorio, no ha sido del todo pacífica en nuestra doctrina.

A favor de la aleatoriedad se puede invocar la incertidumbre que rodea al contrato una vez formalizado, y que se manifiesta en las cantidades que las partes deben abonar, en función del subyacente de referencia³⁸⁵.

³⁸⁵ Así a favor del carácter aleatorio del swap se manifiestan MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...ob. cit.*, pág. 51 y ss. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...ob. cit.*, pág. 483; DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. «A propósito de los contratos de permuta financiera de tipos de interés (SWAPS). Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (Sección 1ª), de 18 de enero de 2011». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 124, 2011; ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps...ob. cit., pág. 655. El TS por su parte (v.gr. STS de 7 de febrero de 2013) indica que es un contrato aleatorio e imprevisible por el cual respecto de una cantidad nominal previamente pactada se cargaran o adeudaran al contratante por la entidad bancaria determinadas cantidades atendiendo a la fluctuación al alza o a la baja de los tipos de interés.” En la misma línea señala la STS de 10 de julio de 2014 que “El swap de tipos de interés es un contrato aleatorio puesto que el resultado está indeterminado inicialmente, dependiendo de circunstancias aleatorias que lo hacen incierto, y las partes asumen voluntariamente tal riesgo. No se trata de un contrato conmutativo, en que cada parte conoce el contenido de cada prestación desde que el contrato se perfecciona. Es un contrato aleatorio porque las partes que lo conciertan quedan expuestas desde su perfección a resultados, favorables o desfavorables, que solo son verificables cuando se produce el hecho previsto en el contrato, que en el caso del swap de tipos de interés es justamente el tipo aplicable en cada una de las liquidaciones periódicas. Aunque ambas partes quedan obligadas por el contrato, solo una de ellas ejecutará una prestación según cuál sea el tipo de interés aplicable en cada liquidación.” En idéntico sentido contrario al carácter conmutativo del contrato de SWAP se manifiestan entre otras “la SAP Ciudad Real (secc. 1ª) núm. 167/2009 de 18 de junio, la cual considera que nos encontramos ante una apuesta sobre la evolución de los tipos de interés, añadiendo que –como en toda apuesta, se puede ganar o perder–; la SAP Asturias (secc. 7ª) núm. 274/2011 de 10 de junio; la SAP Cáceres (secc. 1ª) núm. 261/2010 de 18 de junio; la SAP Madrid (secc. 18ª) núm. 325/2011 de 6 de julio; la SAP Ourense (secc. 1ª) núm. 4/2012 de 3 de enero; la SAP Barcelona (secc. 15ª) núm. 160/2012 de 26 de abril; la SAP Granada (secc. 3ª) núm. 358/2012 de 20 de julio y la SAP Valladolid (secc. 1ª) núm. 147/2013 de 26 de abril.” CABA TENA, Antonio. El contrato...ob.

En contra, podemos señalar con la doctrina mayoritaria que nos hallamos en presencia de un **contrato conmutativo pero con ciertos elementos de aleatoriedad**³⁸⁶ pues el *aleas* no se predica del negocio *per se*, tal como demanda el Código civil ex art. 1790, sino únicamente del precio final que resulte exigible, quedando sujeto a las fluctuaciones derivadas de la cotización de determinados activos reales o financieros en los mercados internacionales, lo cual no sólo acontece en las transacciones exteriores respecto del tipo de cambio (SWAP de tipo de cambio), sino también en cualquier operación de financiación, como por ejemplo respecto del tipo de interés (SWAP de tipo de interés); o en general, en las actividades de producción, respecto del precio de determinadas materias primas (SWAP de commodities o materias primas)³⁸⁷.

cit. Sostiene la SAP de Pontevedra 246/2013 de 24 de mayo, en su fundamento jurídico cuarto que: *“Mantiene la parte apelante que no se trata de un contrato especulativo sino de un simple contrato bancario, y, por lo tanto, no le resulta de aplicación la normativa MIFID. No puede tampoco acogerse este motivo de recurso. Por más que el contrato Permuta financiera de tipos de interés suscrito en fecha 10 abril 2008, esté relacionado con el préstamo con garantía hipotecaria suscrito entre las mismas partes en la misma fecha, con el argumento de que con el mismo se trataba de proteger al prestatario ante las subidas de los tipos de interés en todo o parte de su endeudamiento (como afirma la propia apelante al folio 676 en su recurso), no elimina el carácter especulativo y aleatorio propio de este contrato, cuyas cláusulas determinan su naturaleza y que no son especiales respecto de otros contratos de la misma naturaleza. Contrato que además se mantuvo en vigor tiempo después de amortizarse el préstamo hipotecario.*

³⁸⁶ A favor del carácter conmutativo del contrato de swap, se manifiestan ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., pág. 76. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...*ob. cit., págs. 121 y ss. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., pág. 192. DIAZ RUIZ, Emilio. *Contratos sobre tipos...*ob., cit., págs. 70-71. JUAN GÓMEZ, Mateo. *Aproximación práctica...*ob. cit. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. *La improcedencia...*ob. cit. pág. 229. Por su parte la SAP de Zaragoza (secc. 5ª) 576/2010, de 4 de octubre y la SAP de Barcelona (secc. 1ª) 68/2013, de 12 de febrero siguen dicha orientación aduciendo la última que se trata de *«(...) un contrato conmutativo y no puramente aleatorio porque las partes conocen sus deberes y obligaciones en el momento de su celebración, de manera que la aleatoriedad queda limitada al concreto importe de las prestaciones que periódica y recíprocamente se habrán de satisfacer, y sin perjuicio de que la referida aleatoriedad pueda compensarse en la proporción que se convenga»*.

³⁸⁷ Así el Fundamento Jurídico 3º de la SAP de Asturias, sección 5ª, de 27 de enero de 2010 dice a propósito de este contrato que *“se tiñe de cierto carácter aleatorio o especulativo, pero la doctrina rechaza la aplicación del art. 1799 C.c. atendiendo a que la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida por una empresa y de su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros y que, como se ha dicho, su causa*

El C.c. nos ofrece un concepto de contrato aleatorio muy restrictiva al indicar en su art. 1790 que debe producirse el acaecimiento de un acontecimiento incierto o que ocurra en un tiempo indeterminado. Es decir, no sólo debe existir indeterminación inicial del resultado aceptada por las partes, sino también converger uno de los riesgos concretados en el art. 1790 C.c., circunstancia que a nuestro juicio no confluye con respecto al nivel futuro de los tipos variables de referencia. Además las prestaciones de cada una de las partes resultan indeterminadas al celebrar el contrato, pero determinables en cada instante liquidativo. Es más, la indeterminación respecto al beneficio que comporta el contrato de SWAP de tipos de interés para las partes contratantes, no es base suficiente para calificar el contrato de aleatorio, pues en otros muchos contratos conmutativos existe esta misma indeterminación, como por ejemplo en el contrato de sociedad civil ex art. 1665 y ss. o el contrato de préstamo ex art. 311 y ss. del C. de c. No en vano debemos destacar que lo que hace aleatorio un contrato, no es la incertidumbre en la concreción de las prestaciones, sino la incertidumbre en torno a la existencia, la entidad o ambas, de una o todas las prestaciones del mismo³⁸⁸.

Efectivamente, las deudas en este contrato pueden así, nacer a cargo de cualquiera de las partes, y su importe se determina confrontando el valor de una magnitud fija (por ejemplo, principal de una deuda multiplicado por un tipo de interés fijo, que resulta en un producto constante en cada fecha de comparación y cumplimiento) y el de otra variable (típicamente, principal de la misma deuda multiplicado por un tipo variable)³⁸⁹. Además el resultado del contrato no depende del puro azar, sino de la fluctuación de ciertas variables económicas³⁹⁰.

reside en el sinalagma recíproco de las prestaciones que obligan a los contratantes.” Véase REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit. pág. 2781 y ss. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 6.

³⁸⁸ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., pág. 131.

³⁸⁹ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. *Validez y oponibilidad...*ob. cit.

³⁹⁰ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...*ob. cit., pág. 1059.

La incertidumbre de resultados, es en todo caso inherente a todo contrato a plazo que haga uso de tipos variables³⁹¹. Incluso el resultado de todo contrato a plazo se torna en incierto, y así a modo de ejemplo citaremos la misma compraventa, pues lo único certero es que una parte se verá beneficiada en detrimento de la otra, en función de la evolución futura de los precios del mercado.

Resulta de este modo aplicable la regla del art. 1273 C.c., en la medida que no sea necesario nuevo pacto para la determinación final del objeto del contrato, principio que se hace extensible a la compraventa, cuya conmutatividad nadie pone en entredicho, y que a propósito del precio ex arts. 1447 y 1448 C.c. califica como cierto aquel que lo sea con referencia a otra cosa cierta o de cosa fungible referenciado a fecha futura en una bolsa o mercados dados³⁹².

En los contratos aleatorios, es el *alea*, esto es el riesgo de que acontezca algo incierto, la causa del contrato³⁹³, mientras que en el swap como veremos al tratar el

³⁹¹ Como es el caso depósito estructurado, un préstamo hipotecario, o un valor negociable.

³⁹² *"Por tanto, no es tanto que el swap de tipos sea un contrato aleatorio, como que su objeto, en cuanto que incorpora tipos variables, es indeterminado aunque determinable"*. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

³⁹³ *"Se ha considerado que la incertidumbre de la prestaciones podía propiamente ser utilizada para definir el contrato aleatorio, pues cuando la prestación, o cuando la prestación y la contraprestación, dependan de un acontecimiento incierto, el contrato es ya aleatorio o más específicamente cuando la existencia o la entidad de la prestación de todas o de alguna de las partes dependa de un acontecimiento incierto. Bajo nuestro punto de vista, tal postura es a todas luces incorrecta en sí misma considerada, pues sólo puede ser entendida en su precipitación como resultado de un desarrollo histórico"*. DÍAZ GÓMEZ, Manuel Jesús. *El contrato aleatorio*. Granada: Comares, 2004, pág.34. PUIB BRUTAU afirma que no hay contrato aleatorio cuando las partes cumplen sus obligaciones de la manera indicada al celebrar el contrato, aunque desconozcan la cuantía, siendo aleatorio aquel contrato cuya incertidumbre afecte a la propia exigibilidad de la prestación. Véase PUIG BRUTAU, José. *Fundamentos de Derecho civil. Tomo 2, Vol. 1. Doctrina general del contrato*. Barcelona: Bosch, 3ª ed., 1995, pág. 290. Igualmente GITRAMA GONZÁLEZ, Manuel. *Comentarios del Código Civil*. Madrid: Ministerio de Justicia, 1991, págs. 1715 y 1716, señala que *«el alea parece convertirse en causa del contrato aleatorio y no consiste sino en el hecho de que al tiempo de la celebración del contrato es incierto para cada una de las partes si la reportará una pérdida o una ventaja que sea proporcionada al sacrificio patrimonial a soportar (...) El artículo 1790 más que definir describe cómo la efectividad del contrato aleatorio dependerá, bien de que se realice un acontecimiento incierto, como ocurre, por ejemplo, en el seguro de accidentes, en el*

tema de la causa, es el arbitraje entre mercados y la reestructuración de una deuda financiera³⁹⁴.

Y es precisamente la causa la que permite separar el SWAP de tipos de interés del juego o la apuesta, pues si bien el SWAP puede utilizarse para fines especulativos, no es la causa la pura especulación, sino dicho arbitraje, siendo la especulación, la finalidad subjetiva que las partes pueden perseguir a través del SWAP.

En nuestra opinión lo que define a los contratos aleatorios no es el riesgo de pérdida o ganancia, pues dicho elemento está presente en los contratos de sociedad. Tampoco pueden caracterizarse como aleatorios aquellos cuya prestación no está determinada, pero dependen de un acontecimiento incierto, pues confundiríamos los contratos aleatorios con los condicionales, en los cuales no hay pérdida ni ganancia si la condición no se cumple.

En el contrato aleatorio, una de las partes pierde o gana, existiendo dos obligaciones condicionales y contradictorias³⁹⁵. De este modo la diferencia entre el contrato aleatorio y condicional estriba en que en el contrato condicional, el acaecimiento del acontecimiento incierto, acarrea que el contrato produzca efecto,

juego y en la apuesta; bien de que aún siendo de realización cierta el evento previsto, se ignore cuándo ocurrirá, como acontece, por ejemplo, en el seguro sobre la vida para caso de muerte».

³⁹⁴ Así REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit., pág. 2781, indica que *“hemos de concluir con la doctrina mayoritaria que nos encontramos ante un contrato conmutativo, por cuanto que las aleas no es predicable del negocio en su conjunto, tal y como exige el Código Civil (art. 1790), sino únicamente del concreto importe de las prestaciones que periódica y recíprocamente cada una de las partes ha de satisfacer a la obra, sin perjuicio de la existencia de un pacto de compensación contractual entre ambas obligaciones.”*

³⁹⁵ De este modo *“una de las partes se obliga bajo una condición, y la otra, bajo una condición opuesta, sin existir estas dos condiciones al mismo tiempo, y si una se cumple, de cualquier manera se ignora el resultado”*. VIGIL IDUARTE, Alejandro. «El alea en el contrato de seguro». PÉREZ GALLARDO, Leonardo B (coord.). *Contratos aleatorios*. Madrid: Reus, 2012, p.198.

mientras que en el contrato aleatorio, el acaecimiento del acontecimiento incierto tiene por misión concretar, no si el contrato produce efecto, sino cuál debe ser dicho efecto³⁹⁶.

10. El swap de tipos de interés como contrato consensual

Por los requisitos de perfección necesarios, es un contrato consensual, pues se perfecciona³⁹⁷ por el mero consentimiento ex art. 1258 C.c., siendo la entrega o *datio rei* un mero acto de ejecución, que además suele ser diferido y de tracto sucesivo.

Se distinguen al efecto dos fases:

1. La voluntad de crear flujos financieros que incorporen obligaciones y/o derechos (es decir que esta voluntad se plasma en un título valor).
2. La voluntad de intercambiar estos flujos.

Este tipo de operaciones generalmente se conciertan por teléfono o fax. Además en los contratos marco, normalmente cada operación de swap se considera concluida desde el momento del intercambio de confirmaciones entre las partes, lo que es además prueba de la perfección de dicha operación.

Las confirmaciones, que pueden señalar la perfección de un contrato o perfeccionarlo pueden realizarse por diversos medios telemáticos: fax, telefax, carta, correo electrónico... En este caso, el momento de perfección del contrato en la contratación entre ausentes, para el caso de que rija la legislación española queda

³⁹⁶ VIGIL IDUARTE, Alejandro. El alea...ob. cit., pág.199.

³⁹⁷ La perfección se manifiesta en la necesidad de cumplir con los términos del contrato desde el momento mismo de su celebración, a lo que no obsta naturalmente que la ejecución de las obligaciones sea diferida.

reflejado en la regla del art. 54 del C.de c.³⁹⁸, aplicándose la teoría de la cognición y de forma subsidiaria la teoría de la recepción. Además ex art. 55 del C. de c. *Los contratos en que intervenga Agente o Corredor quedarán perfeccionados cuando los contratantes hubieren aceptado su propuesta*³⁹⁹.

La contradicción entre un contrato-marco y cualquier confirmación, se salva a favor de esta última, y puesto que las partes quedan obligadas a enviar y a verificar tanto la recepción como el contenido de la confirmación, si se descubriera algún error o discrepancia, las partes deben restituirse las confirmaciones con la mayor prontitud posible⁴⁰⁰.

Si dicho error tiene relevancia y no se comunica, podemos distinguir dos supuestos:

1. Si la confirmación en el contrato es medio de prueba de la perfección, la parte perjudicada deberá demostrar que dicha confirmación al deformar la realidad no es prueba, pues su voluntad se ha formado sin vicios.
2. Si la confirmación es medio de perfección, el posible error vicia la voluntad de una de las partes ex arts. 1265 y ss. del C. de c. aplicándose la doctrina de la nulidad bajo el dogma del *favor negotii*.

³⁹⁸ Señala su tenor: "*Hallándose en lugares distintos el que hizo la oferta y el que la aceptó, hay consentimiento desde que el oferente conoce la aceptación o desde que, habiéndosela remitido el aceptante, no pueda ignorarla sin faltar a la buena fe. El contrato, en tal caso, se presume celebrado en el lugar en que se hizo la oferta. En los contratos celebrados mediante dispositivos automáticos hay consentimiento desde que se manifiesta la aceptación*".

³⁹⁹ Sobre los swaps subastados véase VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...*ob. cit., pág. 66. Debemos poner de manifiesto, para la correcta interpretación de este precepto que en la actualidad se encuentran fusionados el Cuerpo de Notarios y de Corredores de Comercio.

⁴⁰⁰ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., págs.113 y ss.

11. El swap de tipos de interés como contrato de tracto sucesivo y ejecución periódica

Por la influencia del tiempo en la realización de la prestación, es un contrato de tracto sucesivo y ejecución periódica⁴⁰¹.

Como regla el SWAP de tipos de interés comprende varias prestaciones interdependientes que se materializan a lo largo de la vida del contrato. Esto no significa que el SWAP de tipos de interés tenga duración indefinida (como lo es por ejemplo el contrato de suministro), pues hay que distinguir entre el término de la obligación y el término del contrato. El término de la obligación hace referencia a la prestación o prestaciones, mientras que el término del contrato alude a los efectos del contrato, pudiendo calificarse de inicial o final, según que dicho término fije el momento en que han de comenzar o cesar los efectos del contrato. Si nos atenemos al criterio del término de la obligación estamos en presencia de un contrato de tracto sucesivo. Si nos atenemos al criterio del término del contrato, podemos calificar el SWAP de tipos de interés como un contrato a término final⁴⁰².

Si el SWAP de tipos de interés fuera un contrato de tracto único malograría con ello su principal propósito, dado que estos contratos se encuentran vinculadas con operaciones activas o pasivas de vencimientos periódicos⁴⁰³.

⁴⁰¹ El contrato de tracto sucesivo, debe diferenciarse del contrato de ejecución única, de ejecución instantánea y del contrato de ejecución diferida. Un contrato es de ejecución única, en el supuesto de que se cumpla *uno acto* (v.gr. venta o permuta). Un contrato es de ejecución instantánea, cuando la ejecución es simultánea al contrato. Mientras que un contrato es de ejecución diferida, si se pospone la *solutio*, subordinada generalmente a un término fijado por las partes.

⁴⁰² ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., págs.155 y ss.

⁴⁰³ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.78.

12. El swap de tipos de interés como contrato no intuitu personae

No intuitu personae. Un sector de la doctrina⁴⁰⁴ habla del carácter intuitu personae del contrato de SWAP, basándose en la importancia que se otorga a la solvencia de la partes a la hora de celebrar el contrato⁴⁰⁵.

Sin embargo, no estimamos atinada dicha afirmación, pues no nos hallamos ante obligaciones personalísimas de hacer (art. 1161 y 1166 del C.c.), al ser su objeto el abono de pagos recíprocos, y que se traduce jurídicamente en obligaciones pecuniarias de dar, lo que permite el pago por tercero ex art. 1158 y 1159 C.c.⁴⁰⁶.

⁴⁰⁴ “Resulta sintomático en este sentido que, de forma muy similar a como ocurre en los contratos de crédito, la disminución de la solvencia o la sospecha de impago basada en circunstancias objetivas se establece normalmente como causa de resolución del contrato”. COSTA RAN, Lluís. El contrato...ob. cit., pág. 63. VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo María. «Contratos de Financiación». CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) Contratos...ob. cit., págs. 1054-1055.

⁴⁰⁵ Define CECCHINI la obligación intuitu personae como “aquella prestación de hacer en la que se ha considerado al deudor como elemento determinante y esencial para lograr la satisfacción del interés del acreedor, interés que no quedará satisfecho ante el cumplimiento por tercero, y sin que esa determinación obedezca a un mero capricho del acreedor.” Dicho autor distingue entre las obligaciones personalísimas o intuitu personae y aquellas relaciones obligatorias basadas en la confianza sosteniendo que en estas últimas, si bien se permite la disolución de la relación desde el momento en que falte la confianza que existía entre las partes, no se impide en todo caso el cumplimiento por un sujeto distinto del deudor. CECCHINI ROSEEL, Xavier. «El incumplimiento de la prestación personalísima por imposibilidad sobrevenida consistente en la muerte del deudor». En *Revista Aranzadi de derecho patrimonial*, n.º 10, 2003, p. 50.

⁴⁰⁶ Es más, como manifiesta BERENGUER “a pesar de que es habitual hablar indistintamente de obligaciones o contratos intuitu personae, éste se predica exactamente de la obligación de hacer, no del contrato, y es un intuitu personae debitoris. La consecuencia de dicho carácter la establece el art. 1161 C.c. según el cual, cuando la calidad y circunstancias de la persona del deudor se hubiesen tenido en cuenta al establecer una obligación de hacer, el acreedor no podrá ser compelido a recibir la prestación o el servicio de un tercero. En estos casos se dice que la obligación de hacer es personalísima porque solamente el cumplimiento personal del deudor satisface el interés del acreedor y extingue la obligación”. BERENGUER ALBADALEJO, Cristina. *El contrato de alimentos*. Madrid: Dykinson, 2014, págs. 314-315.

En todo caso, la solvencia económica de la contraparte, nada tiene que ver con las cualidades del mismo, ni con la calidad de cumplimiento o ejecución de la prestación debida, sino con la ejecución objetiva del contrato⁴⁰⁷.

Asimismo si ratificásemos el carácter *intuitu personae*, no sería posible la negociación de tal contrato, por ejemplo, a través del instituto de la cesión, que sin embargo se permite en los contratos marco, ni tampoco la creación de un mercado de SWAP. También surgirían problemas cuando el pago se instrumentase a través de una transferencia bancaria, para el caso de que tales pagos no procedan de la contraparte.

Por otro lado al ser instrumentos OTC, normalmente las partes son puestas en contacto a través de bancos, lo que choca con el pretendido carácter *intuitu personae*, pues en dichos contratos se pretende un contrato con un concreto sujeto por sus especiales características, mientras que en el SWAP lo que se aspira es la búsqueda de una contraparte con necesidades opuestas.

⁴⁰⁷ COSTA RAN, Lluís. «El contrato de permuta financiera (Swap Agreement)». En *Revista Jurídica de Catalunya*, nº 1º 1990, p. 63. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., págs. 485-486; DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, Ignacio. *El contrato...*ob. cit., pág. 494. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato...*ob. cit., pág. 78. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs. 195-197.

III. ELEMENTOS DEL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS

1. Intervinientes en el contrato de swap de tipos de interés

Tradicionalmente en el seno del contrato de SWAP, se distinguen dos tipos de intervinientes: los usuarios finales o partes contratantes (*final user o end users*) y los intermediarios financieros y agentes mediadores, cuya participación tiene lugar en las permutas intermediadas, que a la postre, son la mayoría de las permutas financieras celebradas en el tráfico jurídico⁴⁰⁸.

Como fenómeno que ha despuntado en la última década, es dable que el swap de tipos de interés se contrate directamente entre las entidades financieras y sus clientes, producto de la comercialización del swap por las primeras, y adoptando ambas la condición de parte contratante. Las finalidades que puede perseguir el banco erigiéndose en usuario final son variadas: procurarse operaciones casadas, para lo cual intervendrán como contrapartes en dos permutas simétricas pero de sentido contrario, o intervenir en operaciones no casadas o de especulación, bien con carácter transitorio hasta que celebran otro de signo contrario, o bien de especulación pura⁴⁰⁹. En tales supuestos, debemos apercibir la existencia de un desequilibrio contractual a favor de la entidad financiera, pues frente a la misma, los clientes minoristas, carecen de la cualificación necesaria para adoptar sus propias decisiones con conocimiento de causa.

⁴⁰⁸ En teoría si bien este tipo de contratos puede concertarse directamente entre los usuarios finales (o *final users*) sin contar con la presencia de los intermediarios financieros, la práctica demuestra la utilidad de su mediación. Señala en efecto MIXON (MIXON, Scott. «Dividend Swaps and Dividend Futures: Stay of Play». 31 de octubre de 2014. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2579353>) que “*The majority of the dealer/dealer swaps are in the S&P 500 (which has no listed futures contract), whereas the majority of transactions for non-US underlyings are between dealers and end-users.*” Sobre la justificación de la intervención de entidades de crédito en los contratos de swaps vid. CEA GARCÍA, José Luis. *Los contratos...* ob. cit., págs. 41-43.

⁴⁰⁹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 108.

Es por ello que los efectos jurídicos inherentes a dicha calificación son notables. En efecto, la cobertura de protección hacia la parte más vulnerable, esto es el cliente, se erige más amplia en el último supuesto citado. Ello entraña que los límites y el rigor en el cumplimiento de una completa información al cliente se tornan más severos en tales casos⁴¹⁰. Como recalca la STS 547/2015, de 20 de octubre, parafraseando a la STS de 20 de enero de 2014, *«las entidades financieras al comercializar estos productos, debido a su complejidad y a la reseñada asimetría informativa, no se limitan a su distribución sino que prestan al cliente un servicio que va más allá de la mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros, en la medida en que ayudan al cliente a interpretar esta información y a tomar la decisión de contratar un determinado producto»*.

Dichas consecuencias no se predicán de los swaps concertados entre usuarios finales que se hubiesen puesto en contacto a través de intermediarios financieros, pues a priori no se logra columbrar desequilibrio entre las partes contratantes.

De igual modo a propósito de los swaps de tipos de interés estandarizados en los términos que estudiamos en el Capítulo I, es menester destacar la presencia de Cámaras de Contrapartida Central («CCPs»)⁴¹¹, autorizadas⁴¹² o reconocidas (CCPs de terceros países)⁴¹³ bajo el marco de EMIR, encargadas de la compensación y cuyo cometido principal es la gestión de los riesgos de contrapartida, consustancial a los

⁴¹⁰ SAP de Zaragoza, de 20 de junio de 2011. Véase en este sentido GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. FORTEA GORBE, José Luis. «Medidas cautelares en procesos de nulidad de contratos de permuta financiera de tipos de interés (swaps) y contratos marco de operaciones financieras. Jurisprudencia reciente de las Audiencias Provinciales en Práctica de Tribunales». En *Práctica de Tribunales*, nº 93 (mayo 2012) [acceso por base de datos La Ley Digital].

⁴¹¹ *Central Counterparty Clearing Houses* por sus siglas en inglés, también conocidas como Entidades de Contrapartida Central (ECC).

⁴¹² Para consultar el listado de las CCPs autorizadas publicadas en la página web de ESMA vid. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/ccps_authorsied_under_emir.pdf

⁴¹³ Para consultar el listado de las CCPs reconocidas publicadas en la página web de ESMA vid. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/third-country_ccps_recognised_under_emir.pdf

apalancamientos que comportan los productos derivados⁴¹⁴. De conformidad con EMIR las CCPs⁴¹⁵ se definen como las personas jurídicas que intermedian entre las contrapartes de los contratos negociados en uno o varios mercados financieros actuando como compradoras frente a todo vendedor y como vendedoras frente a todo comprador (art. 2)⁴¹⁶. Así al terciar en nombre propio entre el comprador y el vendedor

⁴¹⁴ Sobre la organización y gobierno de las Cámaras de Contrapartida Central véase ALONSO LEDESMA, Carmen; MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «Organización y gobierno de las Cámaras de Contrapartida Central». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., págs. 141-194. Véase también TARRERO MARTOS, Jaime. «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Modificación sustancial del sistema de compensación, liquidación y registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta». En *Actualidad Jurídica (Uría & Menéndez)*, Núm. 31, Enero 2012

⁴¹⁵ El Banco Internacional de Pagos (BIS) por su parte conceptúa a las CCPs como *“una entidad que actúa como comprador de cada vendedor y vendedor de cada comprador para una serie específica de contratos, por ejemplo, aquellos que se ejecutan en un mercado o bolsas particulares.”* Committee on Payment and Settlement Systems (CPSS). *A Glossary of Terms Used in Payments and Settlement Systems*. Switzerland: 2003.

⁴¹⁶ La regulación de las ECC además de quedar contemplada en EMIR se completa con una serie de Reglamentos Delegados: Reglamento Delegado (UE) nº 153/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos que deben cumplir las entidades de contrapartida central; Reglamento Delegado (UE) nº 152/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los requisitos de capital de las entidades de contrapartida central; Reglamento Delegado (UE) nº 149/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que atañe a las normas técnicas de regulación relativas a los acuerdos de compensación indirecta, la obligación de compensación, el registro público, el acceso a la plataforma de negociación, las contrapartes no financieras y las técnicas de reducción del riesgo aplicables a los contratos de derivados extrabursátiles no compensados por una entidad de contrapartida central; Reglamento de Ejecución (UE) nº 1249/2012, de 19 de diciembre de 2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de la información que deben conservar las entidades de contrapartida central, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Reglamento Delegado (UE) nº 876/2013 de la Comisión, de 28 de mayo de 2013 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, en lo que se refiere a las normas técnicas de regulación relativas a los colegios de entidades de contrapartida central; Reglamento Delegado (UE) nº 1002/2013, de la Comisión, de 12 de julio de 2013, por el que se modifica el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones en lo que respecta a la lista de entidades exentas; Reglamento de Ejecución (UE) nº 2015/880 de la Comisión, de 4 de junio de 2015, relativo a la prórroga de los períodos transitorios relacionados con los requisitos de fondos propios por las exposiciones frente a entidades de contrapartida central indicadas en los Reglamentos (UE) nº 575/2013 y (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo; Reglamento Delegado (UE) nº 2015/2015 de la Comisión, de 6 de agosto de 2015 por el que se completa el Reglamento (UE) nº

en cada una de las compraventas, asume el riesgo de contrapartida⁴¹⁷, además de netear las operaciones a liquidar, reduciendo con ello los costes de liquidación⁴¹⁸. Sobre el carácter de esta relación, se trata de una novación⁴¹⁹, donde la CCP compra

648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación; Reglamento Delegado (UE) nº 2016/592 de la Comisión, de 1 de marzo de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación; y el Reglamento Delegado (UE) nº 2016/1178 de la Comisión, de 10 de junio de 2016 por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a la obligación de compensación.

⁴¹⁷ Sobre los mecanismos de mitigación del riesgo véase LORRIO GIL, Andrés. «Los contratos de clearing de derivados OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., págs. 113 y ss. Señala el autor citado que *“Las CCP únicamente actúan de contraparte con respecto a una operación realizada entre sus miembros compensadores. Respecto de aquellas operaciones realizadas entre contrapartes que no son miembros, será necesaria la intermediación de un miembro compensador para poder proceder a la compensación multilateral (esta forma de compensación se denomina “client clearing”). En este sentido, EMIR en su artículo 4.3, establece que para poder proceder con la compensación de sus operaciones “la contraparte se convertirá en miembro compensador o en cliente, o establecerá acuerdos de compensación indirectos con un miembro compensador”*. Sobre los acuerdos de compensación indirecta véase art. 30 del Reglamento (UE) N.º 600/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014, relativo a los mercados de instrumentos financieros (conocido como “MiFIR II”).

⁴¹⁸ A estos efectos indica BENITO que *“Para protegerse del riesgo de contrapartida asumido, la CCP establece una serie de medidas precautorias con objeto de que éste no ponga en cuestión la supervivencia misma de la entidad.”* BENITO, Jesús. *Los Trade Repositories...* ob. cit., págs. 137-146. No existe unanimidad en torno a si la intervención de la CCP reduce efectivamente el riesgo de contraparte. Sobre esta cuestión véase ALONSO LEDESMA, Carmen; MUÑOZ PÉREZ, Felicitas. «Organización y gobierno de las Cámaras de Contrapartida Central». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., págs. 147 y ss. Para un análisis económico de la reducción de riesgos que conlleva el uso de CCPs vid. PIRRONG, Craig. «The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a Central Counterparty» (8 de enero, 2009). Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1340660> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1340660>. Para un estudio comparativo entre el netting bilateral y multilateral vid. CONT, Rama; KOKHOLM, Thomas. «Central Clearing of OTC Derivatives: bilateral vs. multilateral netting». Septiembre 2012. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2233665>. Para un estudio comparativo entre la regulación europea y estadounidense de las CCPs vid. ADITYA, P.D. «European Markets Infrastructure Regulation (EMIR) and Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA): A New Revolution of OTC Derivatives Towards Transparency». Agosto 2013. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2314998>. Vid. también FERRARINI, Guido A.; SAGUATO, Paolo. *Regulating...* ob. cit., págs. 19 y ss.

⁴¹⁹ Esto es, cada operación o en caso de neteo previo, sus resultantes compensadas, se dividen en dos, pasándose de la relación comprador-vendedor originaria a través del mecanismo de la novación, a dos nuevas relaciones jurídicas entre comprador-ECC y ECC-comprador. *“La figura legal por la que la CCP se interpone entre comprador y vendedor se conoce como novación que consiste en la sustitución del contrato original entre las contrapartes por otro nuevo de cada uno de ellos con la CCP.”* GONZÁLEZ PUEYO, Javier. *Organización...* ob. cit., pág. 27. Por otro lado como indica LORRIO GIL dicha novación

sus valores al vendedor y los vende al comprador⁴²⁰. De este modo la ECC ejercerá como contrapartida desde el momento de la novación y a partir de entonces, se transformará en contraparte, esto es, en vendedor de cada operación de compra y comprador de cada operación de venta, constituyéndose dos relaciones jurídicas. La ECC asumirá con ello el riesgo de crédito y de contraparte⁴²¹. La novación se verá perfeccionada desde el instante en el que la ECC acepta explícitamente en sus registros las operaciones que le sean comunicadas por una plataforma de negociación⁴²².

se documenta tradicionalmente a través de un “give-up agreement, contrato celebrado entre un dealer (denominado executive broker) y un miembro compensador en virtud del cual las operaciones previamente celebradas entre el executive broker y un cliente no miembro compensador son novadas a favor del miembro compensador del cliente con la intención de que dichas operaciones sean compensadas y liquidadas a través de una CCP. Sin embargo, en ciertos mercados no opera la novación del contrato original por dos nuevos contratos, sino que la alternativa empleada consiste en que la CCP participe como una de las contrapartes al contrato negociado en el mercado, se habla entonces de “open offer”. La CCP es automática e inmediatamente interpuesta entre el comprador y el vendedor en el momento en que se confirman los términos de la operación, no habiendo existido en ningún momento relación entre el comprador y el vendedor. En estos casos, la contraparte deberá celebrar un contrato con la CCP (“Clearing Membership Agreement”) en virtud del cual la CCP acuerda poner a disposición del miembro compensador los servicios de compensación y liquidación (...).” LORRIO GIL, Andrés. «Los contratos de clearing de derivados OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...ob. cit.*, págs. 116 y ss.

⁴²⁰ “Con ello se reduce la posibilidad de incumplimiento de contraparte y, lo que es más importante, que dicho incumplimiento se propague al resto de operadores con lo que se reduce el riesgo sistémico –chain reaction problema o interconnectedness-”. ALONSO LEDESMA, Carmen; MUÑOZ PÉREZ, Felicitas. «Organización y gobierno de las Cámaras de Contrapartida Central». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...ob. cit.*, pág. 145.

⁴²¹ “Una ventaja práctica de las ECC es que es más fácil determinar los niveles de collateral adecuados que corresponden a una contraparte pues en los contratos OTC el cálculo del collateral depende de las partes, las cuales no siempre cuentan con los sistemas adecuados para calcularlo diariamente. Merced a esta novación, las contrapartes reducen su exposición de riesgo de crédito pues al entrar en un swap con una ECC, en vez de con una contraparte de calificación crediticia baja, el riesgo de contraparte es sustancialmente menor”. Vid. BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit.

⁴²² Sobre la compensación indirecta vid. DÍAZ RUIZ, Emilio; LLUESMA RODRIGO, Pilar. Avances...ob. cit. págs. 116 y ss. En el caso de que las contrapartes del contrato de derivados sean miembros de una ECC, no existirá complejidad jurídica ni contractual para dar cumplimiento a la obligación de compensar. En caso contrario, si una de las dos contrapartes no fuera miembro de una ECC, generalmente sucederá lo siguientes: “(i) La contraparte no miembro celebrará de manera bilateral una operación de derivado sujeta a la obligación de compensar y liquidar a través de ECC, con una contraparte que a su vez es miembro de la ECC (o con un broker que ostente un acuerdo con un miembro). Dicha operación estará

A consecuencia de la novación operada, se extinguen las obligaciones bilaterales y recíprocas de las partes en cada operación y se sustituyen por obligaciones frente a la ECC, de tal manera que la ECC asume el riesgo de incumplimiento de tales obligaciones⁴²³. La obligación de la ECC cesará cuando las instrucciones estén liquidadas y así se lo comuniqué el Depositario Central de Valores a la ECC⁴²⁴.

Tras este breve exordio, partiremos de este esquema para estudiar por separado estas dos figuras jurídicas: de un lado los usuarios finales, con especial mención a los clientes y entidades oferentes, y de otro los intermediarios financieros; distinguiremos los sujetos con capacidad para pertenecer a una u otra categoría y finalmente la problemática inherente a dicha clasificación, con especial mención a los actos *ultra vires* y los conflictos de intereses.

1.1. Las partes del contrato: los usuarios finales

Se entiende por usuario final (*final user* o *end-user*), aquella parte contratante que participa en el contrato de swap, con la intención de obtener una financiación más

comúnmente sujeta a un acuerdo de compensación contractual de derivados entre la contraparte y el miembro de la ECC. (ii) La contraparte no miembro y el miembro de la ECC remitirán los datos de la operación celebrada a la ECC, que aceptará o no la operación. (iii) En caso de aceptación de la operación por parte de la ECC, el derivado original celebrado de manera bilateral se cancelará y se constituirá una nueva operación bajo un acuerdo de compensación contractual que contempla la compensación y liquidación a través de ECC. (iv) El miembro de la ECC estará vinculado frente a ésta en virtud de los términos y condiciones de la ECC frente a sus miembros". Véase CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. Los nuevos paradigmas...ob. cit., págs. 143-168

⁴²³ O lo que es igual, el riesgo de contraparte.

⁴²⁴ De este modo, se entiende por compensación (*clearing*) el proceso por el que una ECC se interpone entre las dos partes, asumiendo con ello las obligaciones que cada parte tienen entre sí. El riesgo de crédito se ve trasladado a la ECC. Este concepto no debe ser confundido con el de liquidación (*settlement*), operación que se produce tras la compensación y que entraña el término de las obligaciones recíprocas que las partes se deben, mediante el pago de una suma (*cash settlement*) o la entrega de un activo determinado (*physical settlement*).

ventajosa en términos de mercado⁴²⁵, siendo de menester enfatizar la necesidad de que los usuarios finales tengan motivaciones simétricas pero opuestas.

Terminológicamente, unas veces se habla del usuario final, otras veces de contraparte⁴²⁶, o también (modelos ISDA) de comprador y vendedor de la protección, siendo muchas las instituciones que dentro de nuestro Ordenamiento Jurídico, pueden intervenir en un SWAP como usuario final.

A modo de síntesis podemos reducir los participantes potenciales del mercado de swap a las siguientes categorías: grandes corporaciones privadas, entidades financieras, organismos de Derecho Público Internacional, grandes consorcios de comercio exterior, compañías de seguro, grandes empresas y gobiernos y agentes estatales⁴²⁷.

La identificación de las partes contratantes, su personalidad jurídica y capacidad de obrar, debido a la internacionalización del SWAP es muy importante y básica para evaluar el riesgo⁴²⁸.

⁴²⁵ Como dice VEGA VEGA “el usuario final es, pues una parte principal del contrato que interviene en una permuta financiera con la intención de intercambiar su exposición al riesgo por oscilaciones del tipo de interés, de cambio, de índices (...)”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 105. Por otro lado en los mercados internacionales se conoce como usuarios finales (end-users) a la parte del contrato que busca transferir un determinado riesgo a la otra parte, conocida como agente de derivados (dealer). BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit.

⁴²⁶ En la terminología anglosajona *counterparties*. Véase LUDWIG, Mary S. *Understanding interest rate swaps*. Nueva York: McGraw-Hill, 1993, p. 4.

⁴²⁷ “End users of swaps include commercial banks, investment banks, thrifts, insurance companies, manufacturing and other nonfinancial corporations, institutional funds (e.g., pension and mutual funds), and government-sponsored enterprises (e.g., Federal Home Loan Banks).” KOLB, Robert W. OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003, 3ª ed., 336 p. Vid. capítulo 2 (“Who is using Derivatives”) de SCALCIONE, Raffaele. *The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*. Nueva York: Kluwer Law International, 2011, págs. 41 y ss. Vid. HENDERSON, Schuyler K.; PRICE, John A.M. *Currency*...ob. cit., págs. 7 y ss. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos*...ob. cit., pág.79.

⁴²⁸ Vid. GRODY, Allan D; HUGHES Peter J; REININGER, Daniel. «Final Report on Global Identification Standards for Counterparties and Other Financial Market Participants». En *Journal of Risk Management*

En el caso de que el swap se concierte entre un cliente y una entidad oferente, es menester constatar que la intermediación profesional sólo puede ser asumida por entidades autorizadas de conformidad con los arts. 144 y 145 TRLMV. De igual modo, en tales supuestos resulta de suma utilidad, recordar la clasificación de clientes que instaura la Directiva MiFID⁴²⁹ y que obliga a distinguir entre los clientes minoristas, profesionales y las contrapartes elegibles⁴³⁰. La inclusión del cliente dentro de una u otra categoría definirá el grado de protección del mismo, tal como veremos en el Capítulo 4, particularmente en lo que respecta al deber de información que toda entidad que presta un servicio de inversión debe proporcionar.

Sin embargo, la lista de clasificación derivada de la MiFID I corre el riesgo de ser demasiado exhaustiva y/o omisiva según los casos, de resultar obsoleta y de requerir una constante revisión a la luz de la práctica del mercado. Tras la crisis financiera, un gran rango de clientes minoristas, entre los cuales se hallaban las autoridades públicas locales y municipales, con respecto a las cuales la clasificación era incierta, experimentaron graves pérdidas en las transacciones que tenían por objeto instrumentos financieros derivados, manifestándose con ello la necesidad de una mayor protección. Siendo así, en la revisión de la MiFID I, se ha consensuado, que las

in Financial Institutions – Special Issue on Counterparty Risk, Vol. 5, No. 2, marzo 2015, 69 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2016874>. Destacan que los reguladores han aceptado que el pilar fundamental en que se debe erigir una reforma global internacional es una norma para identificar a los mismos participantes del mercado con cada regulador en la misma forma. De este modo obtener un acuerdo sobre un único, global y estandarizado LEI (por su acrónimo en inglés *Legal Entity Identifier*), es el primer paso. Por otro lado sobre las posiciones que pueden adoptar los usuarios finales en un contrato de permuta señala VEGA que “*El usuario puede ser pagador fijo, cuando se compromete a realizar pagos a la otra contraparte aplicando un tipo de interés fijo al principal o notional durante todo el contrato. También puede ser pagador variable, cuando se obliga a abonar flujos al otro usuario final aplicando un tipo de interés o índice variables al notional a lo largo de toda la vida del contrato*”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 105.

⁴²⁹ Adoptada el 21 de abril de 2004, e incorporada en nuestro derecho a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. Dicha Directiva distingue entre clientes profesionales y minoristas, clasificación que condiciona la información que las entidades deben proporcionar y el grado de protección a dispensar. En esencial, el Código de Conducta se flexibiliza en función del tipo de cliente.

⁴³⁰ URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). *Régimen jurídico...* ob. cit., págs. 236 y ss.

obligaciones esenciales de conducta (entre las que se hallan la necesidad de que las empresas de inversión actúen de manera honesta, leal y profesional, que la información debe ser comprensible y suficiente, clara y no confusa y que el asesoramiento independiente debe ser objeto de control para minimizar los riesgos de conflicto de intereses) deben aplicarse a todos los tipos de clientes. En consecuencia, bajo el nuevo sistema de clasificación, la supervisión normativa ha sido extendida sobre los mercados profesionales. Bajo la MiFID II, y con respecto a las contrapartes elegibles, muchas de las normas de conducta siguen sin ser aplicables entre dichos actores⁴³¹, no obstante lo cual el régimen se ha endurecido⁴³².

1.2. Intermediarios financieros

Interesa recalcar que, si bien es totalmente factible que las partes procedan a una contratación directa del swap⁴³³, la complejidad de las operaciones derivadas de este contrato y el gran riesgo derivado del posible incumplimiento contractual, ha fomentado el uso generalizado de una estructura intermediada⁴³⁴, la cual puede materializarse de diversos modos⁴³⁵.

⁴³¹ Si bien, las contrapartes elegibles pueden exigirse tratados como clientes cuyos negocios estén sujetos al conjunto total de las reglas de conducta (art. 30(2)).

⁴³² Sobre el nuevo sistema de clasificación en MiFID II vid. MALONEY, Niamh. *EU Securities...* ob. cit., págs. 352 y ss.

⁴³³ CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. Aspectos..., ob. cit., págs. 965 y ss., apunta a dicha posibilidad, destacando sin embargo que lo corriente es el uso de una estructura intermediaria bancaria en dichas operaciones. COSÍN OCHAITA advierte que cuando las partes contratan directamente un swap, dichas partes contratantes están situadas a un nivel de igualdad, a diferencia de las operaciones de crédito. COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad...* ob. cit., pág. 108.

⁴³⁴ La interposición bancaria, puede verificarse sin que existan necesariamente contratos espejos, asumiendo la entidad bancaria el riesgo en función de sus propios cálculos financieros verificados y a través del uso de coberturas genéricas.

⁴³⁵ *"International commercial Banks are involved in the swap markets in three ways. They can be end-users, swap brokers and swap dealers. As an end-user of the swap transactions, a bank's primary purpose is to*

De un lado, los intermediarios, pueden ser simples mediadores (*brokers*), limitándose a aproximar a dos partes con necesidades contrapuestas que desean concluir el swap, pero sin asumir riesgo alguno por la operación. En este supuesto el contrato que une al banco y a su cliente será de mediación o corretaje⁴³⁶.

De otro, los intermediarios pueden interponerse entre dos clientes con necesidades contrapuestas (*swap dealers*), en concepto de comisionistas o mandatarios, contratando en nombre de su principal.

Y por último, pueden actuar como representante indirecto, celebrando el swap en nombre propio pero por cuenta de alguna de las partes⁴³⁷.

manage the interest rate risk due to mismatching of the assets and liabilities. (...) In swap transactions, a commercial bank may serve as a swap broker. The bank does not bear financial risk but merely assists two parties (buyer and seller of the swap) in completing the swap transaction. Potential participants of the swap can approach the swap dealer for advice and assistance in finding counterparty. Once the swap broker finds the suitable counterparty, the broker brings the two parties together and helps negotiate and complete the swap contract. The swap broker receives a fee from each of the counterparties. A commercial bank can also serve as a swap dealer in a swap markets. A swap dealer fulfills all the functions of a swap broker. In addition, a swap dealer takes a risk position in the swap transaction by becoming an actual party to the transaction..." MEHTA, Dileep; FUNG, Hung-Gay. *International...* ob. cit., págs. 148 y ss. De igual modo "The transactions described in the initial section historically involved only two parties: the end-users, each with a particular need exactly opposite the other. In reality it is unlikely, for a variety of reasons that two parties with such opposite needs would be able to locate each other at exactly the point in time which the need transpired without financial intervention. In addition, parties generally come to prefer the confidentiality of and to be more comfortable with the credit standing of a financial institution, possibly one with which they have a long-term relationship. In response to this, banks and securities firms began early to act as swaps intermediaries. Initially, they acted as brokers, negotiating transactions between counterparties. Soon they began to act as dealers. In that role, banks and securities firms assumed the function of counterparties to their customers. Transactions entered into were immediately matched or hedged by entering into an opposing transaction. Serving as counterparties meant that the swap dealers faced the credit risk of their counterparties and had to commit capital for that purpose." ROBERTS, Graham. *Law...* ob. cit., pág. 152.

⁴³⁶ En dicha hipótesis lo habitual será que se celebren dos contratos con tres sujetos: uno de mediación entre el banco y el cliente, y otro de swap entre el cliente del banco y un tercero. CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. Aspectos..., ob. cit., págs. 965 y ss.

⁴³⁷ CEA GARCÍA, José Luis. *Los contratos...* ob. cit., págs. 43 y 44. DÍAZ RUIZ, Emilio. «El contrato de SWAP». *En Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 36, octubre-noviembre 1989, pág. 765. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., pág. 499. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., págs. 106 y ss.

En el caso de que el banco actúe como comisionista, podemos pues distinguir tres hipótesis⁴³⁸:

Una primera hipótesis tendrá lugar cuando las partes se dirigen al mismo banco, en cuyo caso el banco es comisionista de ambas partes limitándose a casar la operación. En tal caso existen dos contratos de gestión del banco con cada parte contratante y un contrato de swap.

Una segunda hipótesis tiene lugar cuando dos bancos actúan como comisionistas de cada parte contratante. En tal supuesto, existen dos contratos de comisión de cada entidad con su cliente, y un contrato de swap que contratan los bancos actuando en su propio nombre pero por cuenta de sus clientes.

La última hipótesis tiene lugar cuando un cliente se dirige a una entidad para que gestione el swap con un tercero, actuando el banco en su propio nombre y por su cuenta. En este caso, el banco no puede actuar por su cuenta, salvo que el comitente los autorice expresamente.

En el caso de que contratasen en nombre propio, se suscitan ciertas cuestiones relacionadas con la autoentrada del comisionista. Si contratasen en nombre de principal pero casando órdenes complementarias, se plantean cuestiones de conflictos de interés. Ambas cuestiones serán tratadas en epígrafes posteriores.

Respecto de los intermediarios o agentes mediadores del SWAP es menester hacer una breve referencia a la historia de su aparición, que pasa por los SWAP *broker*, los SWAP *dealers*, y finalmente los *market makers*, figuras que han contribuido a la estandarización del SWAP, a través de la elaboración de contratos tipo y que estudiaremos a propósitos de los elementos formales.

⁴³⁸ Vid. COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad...* ob. cit., pág. 109.

A) *Swaps brokers*

En la evolución del SWAP, el aumento cuantitativo de este contrato, unido al hecho de la creciente inversión internacional motivó el nacimiento de una nueva figura en el plano del SWAP: el *swap broker*.

En efecto, la cuantificación crediticia de las empresas era incompleta y por ello ineficaz, cosa que se puso de manifiesto por los bancos internacionales, pues las empresas que pretendían ampliar sus horizontes competitivos mediante la creación de nuevas empresas en el extranjero, obtenían calificativos de crédito sensiblemente desfavorables de las que ostentaban en sus países de origen⁴³⁹.

Estos hechos provocaron el surgir de los primeros **swap brokers**, bancos internacionales que realizan operaciones de selección de empresas en expansión en el

⁴³⁹ En otras palabras, si una compañía como 3M pedía un crédito en los Estados Unidos (donde era muy conocida) para instalar allí una fábrica, le cobraban un interés menor que si lo solicitaba en Alemania para instalar una planta industrial en ese país europeo. La mejor manera de comprender la forma de operar de estos intermediarios financieros es a través de un ejemplo. Supongamos que la empresa 3M (US) desea obtener un préstamo por 10 millones de euros a tres años con pagos anuales de intereses a tasa fija para construir una fábrica en Europa. Por otra parte, Nokia (Finlandia) desea endeudarse por US\$ 12,2m a tres años pagando intereses anuales a tasa flotante LIBOR a los efectos de instalar una nueva fábrica en los Estados Unidos. Suponemos un tipo de cambio de 1,22 US\$/€. Se puede apreciar que 3M, al tener calificación “AAA” frente a la calificación “A” de Nokia, obtiene mejor calificación crediticia (menor interés) en ambos mercados. No obstante, en dicho cuadro hay un flagrante incumplimiento del principio de no arbitraje, a saber: en el mercado de deuda en euros (por ejemplo: bancos europeos) se considera que la diferencia de calidad crediticia entre ambas empresas es de 1% mientras que en el mercado de deuda en dólares (por ejemplo: bancos estadounidenses) la diferencia de valuación crediticia entre las dos empresas es de 2%. La ineficiencia se debe al hecho de que la calidad crediticia de un emisor de deuda es única e independiente de la moneda en que se emita la deuda, por lo que en ambos mercados la diferencia debería ser la misma. Por este motivo, es posible armar un swap de divisas entre ambas firmas para aprovechar ese 1% de mala valuación. En este caso, 3M tiene ventajas comparativas en el mercado de deuda en dólares (obviamente, el mercado donde es más conocida), en tanto que Nokia se beneficia comparativamente en el mercado de deuda en euros (es más acreditada en Europa).

mercado mundial con necesidades de financiación contrapuestas que pudiesen aprovechar sus respectivas ventajas comparativas⁴⁴⁰.

El desarrollo del proceso de búsqueda y puesta en contacto de las partes por el *swap broker* pasa por la apertura por parte del *SWAP broker* de una posición abierta sin contrapartida y el cierre de la misma mediante el encuentro de otra parte con necesidades contrapuestas⁴⁴¹. La llamada posición abierta se corresponde con una **oferta contractual**⁴⁴².

Debemos poner de manifiesto que el *swap broker* es un mero intermediario financiero, que no tiene la condición de parte, y por ello se mantiene al margen del contrato⁴⁴³. Es decir, acerca a las partes y cobra un “*fee*”, es decir tasa por sus servicios, pero no asume responsabilidades por el cumplimiento del contrato de swap⁴⁴⁴.

⁴⁴⁰ Vid. Section 3(a) (4) de la Securities Act of 1934 que define al broker como la persona o entidad que “participa en actividades de transacciones sobre títulos a cuenta de otros” (“engaged in the business of effecting transactions in securities for the accounts of others”).

⁴⁴¹ En este caso, propone a 3M endeudarse a tasa variable (LIBOR) en dólares (la moneda que no prefiere, pero donde tiene ventaja comparativa) y a Nokia a tasa fija en euros (del mismo modo, la moneda que no desea pero en la que cuenta con ventaja comparativa). Una vez obtenidos los préstamos, las firmas intercambian los nominales.

⁴⁴² Para hablar de oferta, debe ser ésta completa, esto es contener todos los elementos esenciales del contrato, seria y definitiva, es decir el oferente debe tener intención verdadera de contratar y recepticia, esto es dirigida a un destinatario concreto. Como dice la STS de 2 de Noviembre de 1990, “*la oferta consiste en una declaración de voluntad dirigida por una de las partes a la otra con el fin de concluir en contrato*”. Si dicha posición abierta se articula mediante medios informáticos, la materia se regirá por la ley 34/2002 de Servicios de la Sociedad de Información y Comercio Electrónico. Vid. MENÉNDEZ MATO, Juan Carlos. *La oferta contractual*. Pamplona: Aranzadi, 1998, 310 p.

⁴⁴³ ROSELL I PIEDRAFITA destaca que “*muy pronto en el ámbito del mercado de swap se distinguió entre usuarios finales y la banca comercial y de inversiones internacional, que empezó a actuar como intermediaria, convirtiendo su participación en una actividad profesional basada en el arbitraje y en la obtención de beneficios atípicos*”. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., pág. 79.

⁴⁴⁴ “*A swap broker is an intermediary that maintains a client base of firms to which it provides matchmaking assistance. Once a match is made and the prospective counterparties are properly introduced, the swap broker also may provide assistance in negotiating and documenting the transaction. These facilitation services typically are compensated through fees charged to one or both counterparties. (...) a swap broker is not a party to the transactions it facilitates and acts strictly as an information intermediary. Ostensibly, the overtures made by a broker on behalf of its client to potential counterparties,*

Esta figura guarda ciertas analogías con la comisión mercantil, siendo de este modo aplicable las normas relativas al contrato de mediación y corretaje del país cuya legislación sea aplicable.

Por último y como subcategoría de los *swap brokers*, debemos aludir a los *interdealer brokers*⁴⁴⁵, que se erigen en especialistas en la intermediación entre los *swap dealers*, pero sin ser una contraparte centralizada. Asume más bien funciones de plataforma de negociación que de cámara de compensación. Tiene como cometido la ejecución de transacciones y en su caso también puede contribuir a la formación de los precios, al menos con el *swap dealer* con el que hace negocio. Los *interdealer brokers* facilitan operaciones entre dos *swap dealers* pero no son parte contratante.

B) Swap dealer

En la década de los noventa, los swaps brokers se convirtieron en **swaps dealers**⁴⁴⁶ los cuales proporcionaban los swaps como herramientas de administración de riesgos a sus clientes. Este hecho provoca un vertiginoso crecimiento del mercado de swaps, en la medida en que nuevos participantes ingresan en el mismo para beneficiarse del principio de las ventajas comparativas, que se corresponde con el

or to another broker in search of such potential counterparties, are made anonymously with respect to the client's identity." KOLB, Robert W; OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009, pág. 258.

⁴⁴⁵ "...the IDB (interdealer broker) is an informational intermediary, facilitating the transaction between two swap dealers but not becoming a party thereto or exposing itself to the creditworthiness of either dealer." KOLB, Robert W; OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives: Pricing...*ob. cit., pág. 259.

⁴⁴⁶ La Section 3(a)(5) de la Securities Act of 1934 define al dealer como la persona o entidad que "participa en actividades de compra y venta de títulos por cuenta propia" ("engaged in the business of buying and selling securities for his own account"). Securities Act § 3(a). La mayoría de las grandes empresas participantes actúa como brokers y dealers, quedando referidos habitualmente como "broker-dealers." Securities Exchange Act of 1934, 15 U.S.C. § 78 (1934) (enmendada en 2012).

concepto de arbitraje a los efectos que señalamos con anterioridad. La inmensa mayoría de los *swap brokers* se vieron por ello forzados a reformular sus negocios⁴⁴⁷.

Si bien hemos incluido esta figura en el seno de los posibles intermediarios, debemos hacer un llamado al hecho de que los *SWAP dealers* son no sólo intermediarios, sino parte contratante⁴⁴⁸.

En efecto, **el banco se erige en contraparte**, pues contrata dos swaps con dos partes contratantes, swaps que se neutralizan entre sí (de ahí que se hable en tal caso del *swap mirror*). En ese proceso, contrata un swap con una empresa, abriendo a su vez una posición (situación que se denomina “*warehousing*”) con la consiguiente exposición al riesgo de mercado y cierra un segundo swap con otra empresa, asumiendo el riesgo de crédito de ambos swaps⁴⁴⁹. Al ser parte contratante, a diferencia del *swap broker*, asume el riesgo de incumplimiento de la otra parte contratante⁴⁵⁰.

⁴⁴⁷ De acuerdo con este principio, el intercambio favorece a todos los países que logran ampliar las exportaciones y la producción de bienes de menor costo relativo y adquirir los restantes a un menor precio en los mercados internacionales. Así el principio de la “ventaja comparativa” significa que los países prosperan, en primer lugar, aprovechando sus activos para concentrarse en lo que pueden producir mejor y, después, intercambiando esos productos por los que otros países producen mejor. En http://www.wto.org/spanish/thewto/s/whatiss/tif/s/fact3_s.htm

⁴⁴⁸ “*Even with the assistance of a matchmaking swap broker, it remains uncertain whether a willing and qualified counterparty can be found when a client seeks to enter into a swap to accomplish its risk management goals. Some financial firms, therefore, are willing to stand ready to interpose themselves as counterparties opposite clients. In doing so, they become risk intermediaries but then may seek to reduce some or all of their resulting risk exposures through offsetting swap transactions with one or more third parties and/or by taking risk mitigation positions in exchange-traded futures. Swap dealers can derive significant profit from the spreads in such transactions.*” KOLB, Robert W; OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives: Pricing...* ob. cit., pág. 258.

⁴⁴⁹ Los swap dealers negociaban el swap con una empresa concreta, para cubrir un riesgo específico, encargándose luego de cubrir su propio riesgo remanente, usualmente en los mercados de futuros. No buscan las necesidades de financiación contrapuestas entre empresas, sino que su negocio es individual con cada una de las empresas contratantes.

⁴⁵⁰ Bajo la Dodd-Frank, cualquier empresa que participe en el mercado OTC de swaps y comercie con más de 8 billones de dólares de valor notional, tiene que registrarse como *swap dealer*. Dichos *swaps dealers*, que son los participantes más activos dentro del mercado de swap, tienen que cumplir una serie de requisitos relativos al registro, compensación, normas de conducta empresariales, notificación, y reglas de cumplimiento.

Esta figura tiene ciertamente que ver con otra figura: el autocontrato, lo cual entronca con la regla del art. 267 C. de c, tal y como veremos posteriormente. En dicho contexto, si dos partes se dirigen a un mismo banco con dos ofertas que casen entre sí, tendremos dos contratos: uno de gestión y otro de realización de la gestión, dando lugar al fenómeno de la autocontratación. En el caso de negociarse el contrato entre dos bancos, actuando cada uno como comisionista, habrá dos contratos de gestión, así como de realización de la gestión. Y por último, si el banco decidiera ocupar la posición de contraparte, en nombre propio y por su cuenta y riesgo, infringiría la prohibición del art. 267 del Código de Comercio⁴⁵¹.

Conviene traer a colación que la invocación en sede contenciosa del *caveat emptor*⁴⁵² por parte de las entidades financieras, resulta carente de fundamento, habida cuenta que el banco que oferta y contrata el swap es un comisionista, que debe actuar en interés de su cliente⁴⁵³.

La Dodd-Frank, Wall Street Reform and Consumer Protection Act⁴⁵⁴, aprobada en 2010, distingue por su parte, entre los *swaps dealers* y los *major swap participants*, y los *eligible contract participant* definiéndose los primeros como las entidades que llevan a cabo actividades conducentes a la participación recurrente en el mercado de swaps, sea porque se presentan a sí mismos o son reconocidos como corredores de swaps, o por ejercer funciones de creación de mercado (título VII §§ 721 & 761)⁴⁵⁵. Las segundas son aquellas entidades, que aún no siendo creadoras de

⁴⁵¹ *Ningún comisionista comprará para sí ni para otro lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar, sin licencia del comitente.* Vid. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs. 80 y ss.

⁴⁵² Conforme la cual el comprador contrata a su riesgo y debe custodiar la calidad del producto.

⁴⁵³ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación...*ob. cit., pág. 661.

⁴⁵⁴ En adelante la Ley Dodd-Frank.

⁴⁵⁵ Vid. SCALCIONE, Raffaele. *The Derivatives...*ob. cit., págs. 350 y ss.

mercado, tienen una posición sustancial en swaps, una exposición sustancial de contraparte o están altamente apalancadas y no están sujetas a requisitos de capital⁴⁵⁶.

Por otro lado, un swap dealer es, una empresa que **crea mercados de swaps** y entra regularmente dentro del mercado de swap en el curso ordinario de sus negocios por cuenta propia.

Los swaps dealers cobran en función de los servicios de cobertura prestados en el marco de la administración de riesgos, no obteniendo beneficio a través del sistema de ventajas competitivas, por la razón antes citada⁴⁵⁷.

Puesto que la eficacia del swap se basa en la posibilidad de poder ofertar *spreads*⁴⁵⁸ eficientes a sus usuarios, el *swap dealer* necesita de una gran capacidad de análisis financiero, siendo el mercado de swaps uno de los mercados financieros más sofisticados de la actualidad⁴⁵⁹.

C) *Swap marker*

Finalmente diremos que *“cuando el dealer no consigue encontrar una cobertura en el mercado de los swaps debe dirigirse a otros mercados, como el de opciones sobre tipos, el de futuros sobre tipos, etc. En esta situación el dealer, conectando*

⁴⁵⁶ Para el caso americano, la ley Dodd-Frank incluye la “*Ley de transparencia y responsabilidad en el mercado financiero*”. A través de esta ley, los *swaps dealers* y los *major swap participants* están sujetos a condiciones de registro, control regulatorio y supervisión. Adicionalmente, tendrán que cumplir con algunos estándares para la confirmación, procesamiento, valoración, neteo y documentación al realizar operaciones con swaps.

⁴⁵⁷ Como market maker, obtiene su retribución del “bid-ask spread” que ofrece a sus clientes.

⁴⁵⁸ *Spread* en el marco del contrato de swap es el margen entre los flujos de dos swaps.

⁴⁵⁹ En efecto, pues los *dealers* a través de las redes REUTERS y TOLERATE, cuentan con unos medios ágiles para cerrar posiciones abiertas.

diferentes mercados, se convierte en intermediario financiero en el sentido más amplio, y pasa a ser llamado **“market maker”**⁴⁶⁰.

Como destacamos anteriormente⁴⁶¹ la participación de los SWAP dealer puede producirse a través de dos mecanismos, uno de los cuales es el de contraparte (es decir como *dealer*)⁴⁶², pero sin interés económico en las dos permutas financieras. En este caso actúan como creadores del mercado (*market-makers*). La MiFID II define a los creadores de mercado como las personas que se presentan regularmente en los mercados financieros declarándose dispuestas a negociar por cuenta propia, mediante la compra y la venta de instrumentos financieros con capital propio a precios establecidos por ella (art. 4.1.7).

La permuta se divide en dos partes independientes desde el punto de vista jurídico, para cada usuario y el banco. Dichas permutas quedan integradas en la cartera del banco, contando con dos alternativas: proseguir como parte principal en la operación u operaciones, o ceder el contrato a un tercero.

Debemos recordar que el art. 2 de la TRLMV *“limita los agentes a los que se les permite actuar en funciones de creadores de mercado”*⁴⁶³ (...) En el supuesto de negociación de la permutas sería, pues, de aplicación lo dispuesto en la Ley de Mercado de Valores y normativa complementaria para el régimen de actuación de las Sociedades y Agencias de Valores, Sociedades Gestoras de Carteras y otras

⁴⁶⁰ Los *swaps makers* no son sino una categoría de los swap dealers. “*The Act* (refiriéndose a la ley Dodd - Frank) *defines swap dealers to include any person who professes to be a dealer in swaps, makes a market in swaps acting as a “market maker” or regularly enters into swaps with counterparties as an ordinary course of business for its own account even if he engages in any activity causing him to be commonly known in the trade as a dealer or market maker in swaps. So if one is known to be a market maker or dealer that might just make one fall under the definition of swap dealer*”. SCALCIONE, Raffaele. *The Derivatives*...ob. cit., pág. 360.

⁴⁶¹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 108.

⁴⁶² Con la consiguiente “autoentrada” del comisionista.

⁴⁶³ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 109.

*relacionadas con el mercado de valores*⁴⁶⁴. Sin embargo, la realización de operaciones de intermediación por parte de las entidades bancarias (las llamadas operaciones neutras), se han incluido expresamente entre las actividades susceptibles de realización por las **entidades de crédito**⁴⁶⁵.

Por su parte, la Autoridad Europea de Valores y Mercados (ESMA) ha publicado el 17 de diciembre de 2015⁴⁶⁶ un documento en torno a los requisitos de competencias y conocimientos que deben ostentar los profesionales que distribuyan productos financieros. Dicha normativa, cuyo desarrollo deberá acometer la CNMV, se ha concretado para posibilitar que el sector satisfaga sus obligaciones al amparo de los arts. 24 y 25 de MiFID II. De este modo, los profesionales deben trasladar en la información dada a los inversores, el impacto económico del producto a nivel global, nacional y regional, y ostentar conocimiento bastante de cuestiones vinculadas a los abusos del mercado y el blanqueo de capitales. Su cometido incluye el asesoramiento en torno a los datos relevantes de los productos de inversión. También deberán advertir de los hipotéticos escenarios de inversión alternativos como los mercados secundarios. Con ello, las entidades financieras deben cerciorarse de que los profesionales cuentan con el conocimiento adecuado para comprender los riesgos de los productos ofertados, pues en caso contrario los miembros citados estarían incapacitados para ofrecer servicios financieros relevantes. ESMA evaluará el grado de competencia de los profesionales y los sujetará a los cursos, seminarios y estudios que consideren

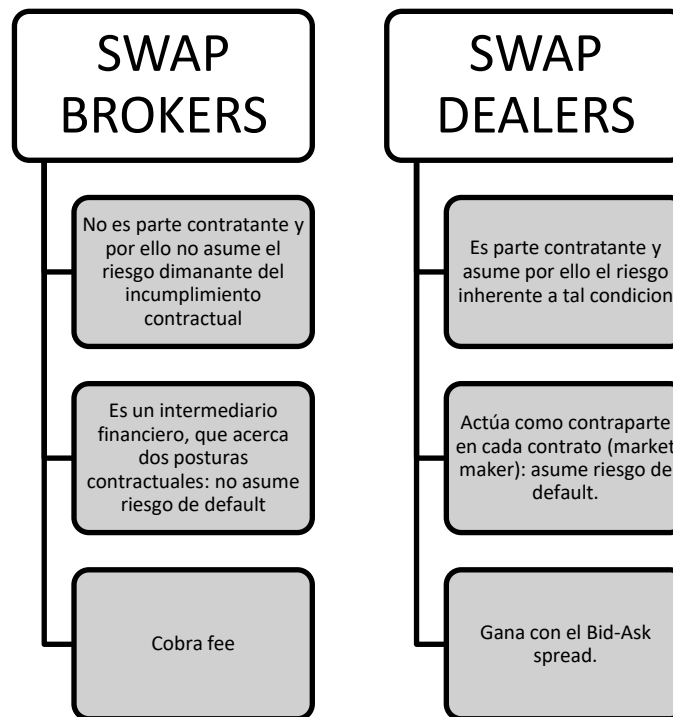
⁴⁶⁴ En España regía el Real Decreto 1814/1991, de 20 de diciembre, posteriormente sustituido por el vigente Decreto 1282/2010, de 15 de octubre, por el que se regulan los mercados secundarios oficiales de futuros, opciones y otros instrumentos financieros derivados. Así la existencia de la Cámara permite que las partes negociadoras de un contrato no se obliguen entre sí, sino que lo hacen con respecto a la Cámara, lo que supone eliminar el riesgo de contrapartida y permitir el anonimato de las partes en el proceso de contratación. Algunos autores ya destacaron en su momento la importancia de crear cámaras de compensación en este ámbito, destacando las tentativas al efecto realizadas por el MEFF Renta Fija. TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones...* ob. cit., págs. 221 y ss.

⁴⁶⁵ Véase por ejemplo el Anexo de la ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

⁴⁶⁶ ESMA 2015/1886.

pertinentes. La entrada en vigor de dichas directrices se producirá el 3 de enero de 2017.

A modo de síntesis, las principales diferencias entre los swap brokers y los swap dealers, pueden explicarse a través de un sencillo esquema:



Por último, queremos resumir la posible participación de los bancos en el swap de tipos de interés ⁴⁶⁷ de la siguiente forma:

1. Como usuario final, o contraparte en sentido estricto ⁴⁶⁸.

⁴⁶⁷ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., págs.106-109.

⁴⁶⁸ Las finalidades que puede perseguir el banco son variadas: procurarse operaciones casadas, para lo cual intervendrán como contrapartes en dos permutas simétricas pero de sentido contrario, o intervenir en operaciones no casadas o de especulación, bien con carácter transitorio hasta que celebran otro de

2. Como simples mediadores (*brokers*), en el caso de que se limiten a acercar a las partes sin asumir un riesgo. Aplicaremos al caso las reglas sobre la mediación y corretaje del país cuya legislación sea aplicable, o en su caso, aquella a la que se hayan sometido. De esta forma si aplicamos el Derecho español, el corredor, se limitará a buscar clientes para su comitente o acercar las partes contratantes, sin que exista una norma específica que regule el contrato como tal, y sin perjuicio de algunas normas que contemplan aspectos parciales de este contrato⁴⁶⁹.
3. Como contraparte principal, pero sin motivación económica en la operación entre dos permutas opuestas (*dealers*), actuando como creadores de mercado o *market-makers*.
4. Como comisionistas o mandatarios, cuando actúen por cuenta de alguna de las partes, pudiendo en tales casos contratar en nombre propio o en el de su principal. En este contexto, se suscitan ciertas cuestiones relacionadas con la autoentrada del comisionista⁴⁷⁰, esto es, que el banco actúe como contraparte de su mandante, y las aplicaciones de órdenes, o posibilidad de que pueda el banco casar órdenes complementarias. Dicho aspecto se incardina en el ámbito del autocontrato, que pasamos a estudiar en el siguiente apartado.

D) El autocontrato en el ámbito del swap de tipos de interés

signo contrario, o bien de especulación pura. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.108.

⁴⁶⁹ Ley 26/2006, de 17 de julio, de mediación de seguros y reaseguros privados. R.D. 1613/1981, de 19 de junio, regulador de la profesión de agente de la propiedad inmobiliaria.

⁴⁷⁰ *Proprietary trading*, denominado en la LMV como “negociación por cuenta propia” (vid. art. 140.c TRLMV y 63.1.c LMV).

La cuestión que nos ocupa ahora, es la posibilidad de autocontratar por lo que a la figura del *swap* de tipos de interés se refiere.

El fenómeno de la autocontratación, puede darse en el ámbito del *swap* de tipos de interés en los siguientes escenarios⁴⁷¹:

1. Si las partes acuden a un mismo banco, con dos ofertas que casen entre sí. La entidad en tales casos, interviene como representante indirecto de las dos partes⁴⁷².
2. En el caso de celebrarse el *swap* entre dos bancos, siendo cada uno comisionista de sus respectivos clientes⁴⁷³.
3. Y finalmente si, en función del encargo recibido, el propio banco, decidiera asumir la posición de contraparte en nombre propio⁴⁷⁴.

⁴⁷¹ Se puede definir el autocontrato, como “*el negocio jurídico del representante consigo mismo*” (Sentencia 1133/2001, de 29 de noviembre), existiendo autocontrato “*cuando una persona legitimada para gestionar varios patrimonios los pone en relación jurídica similar a la contractual, mediante un acto de su sola voluntad y ejercitando facultades que le corresponden*”. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil I*. 10ª ed. Madrid: Tecnos, 2001, p. 561. El Tribunal Supremo (STS de 13 de Junio de 2001 (J125/01)) por su parte define el autocontrato como la “*situación que se da cuando existe una sola voluntad que hace dos manifestaciones jurídicas conjugadas y económicamente contrapuestas*”.

⁴⁷² En tales casos opina ROSELL I PIEDRAFITA que habrá dos contratos de gestión y uno de realización de la gestión. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., pág. 80. ROCA-SASTRE y PUIG BRUTAU más que hablar de autocontrato en tales casos entienden que se trata de un caso de doble representación. De este modo “*desde el punto de vista teórico, no existe razón para impedirla, pues el representante siempre actúa en interés ajeno y, por consiguiente, al no entrar en juego sus intereses propios, falta la base propicia para que el abuso se produzca. Y si abusara a favor de uno de los representados en perjuicio del otro será un caso de vulgar abuso o mala fe ante el que deberían jugar las normas generales.*” PÉREZ RAMOS, Carlos. «*La autocontratación en materia societaria y en la formalización de los negocios bancarios*». En *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 55, junio 2011, págs. 145-186. ROCA-SASTRE, Ramón María; PUIG BRUTAU, José. *Estudios de derecho privado*, volumen I. Madrid: Aranzadi, 2009, 1206 p.

⁴⁷³ En tal supuesto, habría dos contratos de gestión, así como de realización de la gestión.

⁴⁷⁴ En tal caso habría una flagrante infracción del art. 267 del C. de c, tal y como veremos posteriormente, de no contar con licencia del comitente, cosa que en principio se presume implícita.

En este último supuesto, el Banco, normalmente actuará a través de una comisión de garantía (swap dealer)⁴⁷⁵, asumiendo el riesgo de incumplimiento a cambio de un sobreprecio y actuando como regla en nombre propio⁴⁷⁶. Así, si una parte contratante A, encarga a una entidad financiera la búsqueda de una contraparte y dicha entidad contrata en nombre propio con B como comisionista en garantía, responde ante B como parte contratante, pues contrató en nombre propio (art. 1717 C.c.), y ante A como comisionista en garantía. Siendo así, ante el incumplimiento de B deberá cumplir el banco, pudiendo repetir posteriormente contra B.

Los swap brokers, por su parte, como comisionistas o mandatarios que son, actuarán por cuenta de alguna de las partes, bien en nombre propio, bien en nombre ajeno.

Los principales peligros en el contexto que hemos descrito, provienen de las “aplicaciones de órdenes” o “posibilidad de que el Banco pueda casar órdenes complementarias⁴⁷⁷” y la eventual autoentrada del comisionista, en la hipótesis de que el banco actúe como contraparte de su mandante.

a) Autoentrada del comisionista

Por lo que a la autoentrada del comisionista se refiere, deviene aplicable con carácter general las normas del mandato y la comisión mercantil (ex art. 1459.2 C.c. y

⁴⁷⁵ Esto supone que por un sobreprecio, el banco asumirá el riesgo del incumplimiento de la contraparte. En dicho caso resulta difícilmente concebible que el banco sea comisionista de garantía de ambas partes a la vez, siendo desde el punto de vista jurídico imposible de desarrollar.

⁴⁷⁶ Véase PEINADO GRACIA, Juan Ignacio. *El contrato de comisión cooperación y conflicto: La comisión en garantía*. Madrid: Civitas, 1996, 220 págs.

⁴⁷⁷ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 106.

art. 267.1 del C. de c.⁴⁷⁸.), pudiéndose concluir la prohibición de autocontratar sin licencia de comitente, supuesto que a la postre se tilda de imposible “*atendidas las funciones mediadoras y no sustitutivas del corredor*”⁴⁷⁹.

Es por ello, que en términos generales, se admite la autoentrada del comisionista, cuando el comitente tenga autorización para ello (art. 267.2 C. de c.), y cuando la autocontratación no presente conflicto de intereses o bien, en el caso de que existiera o pudiera existir conflicto de intereses, hubiese autorización para contratar, expresa o implícita, por parte del representado.

Por consiguiente, podríamos afirmar, que no parece existir inconveniente para que el broker pueda casar operaciones cuando dicho intermediario sea comisionista de las dos partes contratantes, pues en el SWAP hay un consentimiento implícito para ello, dado que el mandante supone, una vez que acude a la entidad bancaria, que la contraparte será o la misma entidad o un mandante de ésta⁴⁸⁰.

En el contexto expuesto, la mayoría de los países, consideran a la par viable la autoentrada y la aplicación de órdenes cuando haya consentimiento del mandante o mandantes.

Por otro lado, si la permuta se negocia en un mercado secundario, deberemos aplicar las normas del TRLMV sobre comisión bursátil y el correspondiente Reglamento del mercado de valores (arts. 70, 71, 72, 73, 74, 208 y 229), siendo factible tanto la autoentrada como la aplicación de órdenes⁴⁸¹. Por ende, la regulación del

⁴⁷⁸ Señala su tenor que *Ningún comisionista comprará para sí ni para otro lo que se le haya mandado vender, ni venderá lo que se le haya encargado comprar, sin licencia del comitente.*

⁴⁷⁹ RODRÍGUEZ PINTO, María Sara. *Autocontratación...* ob. cit.

⁴⁸⁰ Si la negociación se lleva a cabo a través de un mercado secundario oficial, se exige constancia escrita. Véase art. 73 TRLMV.

⁴⁸¹ Así pone de manifiesto GARRIGUES, que la autoentrada del comisionista queda prohibida por el Derecho español, salvo licencia previa del comitente. Pero matiza a continuación que *la norma que impide tanto las hipótesis de autoentrada, como de negocios de aplicación parece “porque el peligro que*

funcionamiento, supervisión, admisión de intermediarios o miembros especializados y las operaciones que se pueden realizar en los mercados de valores quedan contempladas en el TRLMV. Las condiciones de ejecución de negocios de autoentrada y aplicación, están tratadas en el R.D.1416/1991, de 27 de septiembre sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, modificado por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores⁴⁸², y desarrollada con minuciosidad por la OM de 5 de diciembre de 1991 y la Circular 3/1991 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores⁴⁸³. Por su parte, la Ley 12/1992, de 27 de mayo, sobre contrato de Agencia⁴⁸⁴, contiene normas reguladoras de los eventuales conflictos de intereses (arts. 7 y 9), que resultan por consiguiente aplicables, entre otros, a los contratos de corretaje.

b) Fuentes de conflictos de interés entre entidades de inversión y sus clientes

tiende a descartar no existe cuando la comisión de compraventa se refiere a títulos o mercancías que tienen una cotización oficial en el mercado". GARRIGUES, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil T. III. Vol. 1º*. Madrid: 1963, p. 504-510.

⁴⁸² Para un estudio pormenorizado de la cuestión véase RODRÍGUEZ PINTO, María Sara. *Autocontratación...* ob. cit., págs. 379 y ss. R.D. 1416/1991, de 27 de septiembre, sobre operaciones bursátiles especiales y sobre transmisión extrabursátil de valores cotizados y cambios medios ponderados, modificado por el R.D. 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores.

⁴⁸³ Se trata de la OM de 5 de diciembre de 1991, sobre operaciones bursátiles especiales, modificada por la Orden de 23 de diciembre de 1998 (posteriormente derogada por la Orden EHA/3241/2010, de 13 de diciembre), y la Circular 3/1991 de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de 18 de diciembre, sobre operaciones bursátiles especiales, modificada por la Circular 7/1998, de 16 de diciembre.

⁴⁸⁴ Modificada por la Ley 7/2011, de 11 de abril, la Ley 22/2003, de 9 de julio, concursal y la Ley 2/2011, de 4 de marzo de economía sostenible.

Creemos no obstante, que la aplicación de órdenes presenta el escollo de la posible infracción del deber de fidelidad (art. 1258 C.c.) que incumbe a la entidad bancaria⁴⁸⁵, consagrándose en las normas de la comisión mercantil la prohibición de multiplicar representaciones respecto de unos mismos bienes, realizando negocios de aplicación de órdenes contrarias (art. 267.1 C. de c.). En tales casos, entendemos que hay conflicto de intereses desde el instante en que el banco acepta una segunda orden con el propósito de aplicarla a una orden previa, pues de este modo obtiene doble devengo de la comisión. Podríamos por tanto, considerar nula esta segunda orden, por infracción de las reglas preventivas de los conflictos de intereses⁴⁸⁶. Si bien matiza el Supremo⁴⁸⁷ que *“al margen de la incidencia que la existencia del conflicto de interés puede tener en la apreciación de la validez de la contratación de esos productos financieros, y del posible vicio en el consentimiento, en cualquier caso la eventual infracción del art. 70 quáter nunca determinaría por sí misma la estimación de la demanda, sino, en su caso, las sanciones administrativas previstas en la propia normativa legal. Lo anterior no impide que en la valoración de los propios deberes legales de información en la prestación de servicios de inversión, regulados en el art. 79 bis LMV, podamos tener en cuenta la existencia de algún tipo de conflicto de interés y la relevancia de su conocimiento respecto de la válida contratación.”*

Así, dos son las fuentes de conflicto entre las entidades de inversión y sus clientes: de un lado, en aquellos contextos en que las entidades manejan información confidencial, mientras que la prestación de servicios de inversión se basa en información pública a la que todos los inversores pueden acceder⁴⁸⁸. Y de otro⁴⁸⁹, en

⁴⁸⁵ SAP Barcelona 12 de Abril de 2000.

⁴⁸⁶ Véase el razonamiento a propósito del contrato de corretaje en RODRÍGUEZ PINTO, María Sara. *Autocontratación y conflicto de intereses en el Derecho Privado Español*. Madrid: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España: 2005, p. 407.

⁴⁸⁷ STS 268/2016, de 22 de abril de 2016.

⁴⁸⁸ SASTRE CORCHADO, Galo Juan. «La regulación de los conflictos de intereses en la MIFID». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 3, 2008, pág. 227-247.

aquellos casos en que las entidades actúan simultáneamente como intermediarios que ejecutan órdenes de sus clientes y custodios en la salvaguardia de los activos de sus clientes.

Para que surja un conflicto de intereses, no es suficiente con que la empresa pueda conseguir un beneficio, sino que se exige que exista un posible perjuicio para el cliente⁴⁹⁰. En dicho sentido, téngase en cuenta la regulación que emana del art. 195 TRLMV⁴⁹¹ y de los arts. 44 y 45 del RD 217/2008⁴⁹², que impone a las empresas que

⁴⁸⁹ BOATRRIGHT, J. «Conflict of interest in Financial Services: A Contractual Risk-Management Analysis», pág. 4, The Hastings Center, Garrison, NY, april 10, 2003; *Tenth Annual Meeting Promoting Business Ethics*, St. John s University, 2003, <http://www.sba.luc.edu/research/wpapers/040602-B.pdf>

⁴⁹⁰ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación...* ob. cit., págs. 39 y 40.

⁴⁹¹ En el ámbito comunitario vid. art. 18 Directiva 2004/39 MiFID, y 21 y 25 Directiva 2006/73. En la doctrina vid. SASTRE CORCHADO, Galo Juan. *La regulación...* ob. cit., págs. 227-247.

⁴⁹² El TRLMV no establece una definición *per se* de lo que se entiende como conflicto de intereses, indicando el art. 195 aquellas situaciones en las que pueden originarse un conflicto de esta naturaleza. De este modo los conflictos de interés pueden producirse a) entre los clientes y la propia empresa o su grupo, b) entre los clientes y los directivos, empleados, agentes o personas vinculadas con ella, directa o indirectamente, por una relación de control; y c) o entre los dos más clientes, frente a cada uno de los cuales la empresa mantenga obligaciones. El art. 44 RD 217/2008 identifica los supuestos en los que puede originarse un conflicto de intereses: a) La entidad o la persona en cuestión puede obtener un beneficio financiero, o evitar una pérdida financiera, a costa del cliente, o, b) tiene un interés en el resultado del servicio prestado o de la operación efectuada por cuenta del cliente, distinto del interés del propio cliente en ese resultado, o, c) tiene incentivos financieros o de cualquier otro tipo para favorecer los intereses de terceros clientes, frente a los propios intereses del cliente en cuestión, o, d) la actividad profesional es idéntica a la del cliente, o, e) recibe, o va a recibir, de un tercero un incentivo en relación con el servicio prestado al cliente, en dinero, bienes o servicios, distinto de la comisión o retribución habitual por el servicio en cuestión. En cualquier caso, tal y como se señala en el mencionado artículo 70 quáter de la Ley no se considerará suficiente que la empresa pueda obtener un beneficio, si no existe también un posible perjuicio para un cliente; o que un cliente pueda obtener una ganancia o evitar una pérdida, si no existe la posibilidad de pérdida concomitante de un cliente. El art. 46 del RD 217/2008 exige a las entidades a llevar un registro de los servicios que originan conflictos de intereses. Por conflicto de intereses, no se alude a aquellas *“situaciones de confrontación que podríamos calificar de «normales», por ser de esencia a la propia estructura bilateral del contrato y que, por otra parte, han sido contempladas por la visión liberal de nuestro legislador decimonónico como la vía más adecuada para regular el intercambio de bienes y servicios (cfr. Artículo 1255 CC). La expresión conflicto de intereses hace referencia a otro supuesto distinto, en el que la confrontación o colisión de intereses se manifiesta con unas características especiales, debido a la consideración de uno de los intereses en juego como superior, preferente o más digno de protección que el otro. (...) Así, por ejemplo, el artículo 44 del Real Decreto 217/2008, de 15 febrero, de régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, bajo la rúbrica «Conflictos de interés potencialmente perjudiciales para los clientes», identifica una serie de*

presten servicios de inversión la adopción de medidas para detectar y gestionar los conflictos de intereses potenciales. Igualmente deben considerarse las “Directrices sobre Políticas y Prácticas de remuneración (MiFID)” de 1 de octubre de ESMA⁴⁹³, en vigor desde el 1 de febrero de 2014, que refuerzan la correcta gestión de los conflictos de interés y la aplicación del deber de actuación en interés del cliente en el ámbito de las retribuciones al personal señalando las pautas que contribuyen a crear incentivos apropiados y ayudan a prevenir situaciones de ventas inadecuadas. En particular, se recogen los criterios que las entidades deberán tener en cuenta en el diseño, implantación y control de los sistemas de remuneración al personal en contacto con la clientela o con un impacto significativo en el servicio prestado.

La cuestión que más nos incumbe, es la relativa al conflicto de interés que nace o se origina cuando el banco es contraparte e intermediario⁴⁹⁴. Dicho conflicto debe ser administrado y gestionado, y para que no haya riesgo de anulación, las condiciones contractuales deben ser ecuánimes⁴⁹⁵.

supuestos en los que podría generarse dicho conflicto”. ESTRUCH ESTRUCH, Jesús. «Eficacia e ineficacia del autocontrato». En *Anuario de Derecho Civil*, núm. LXVI-III, julio 2013, págs. 985-1043.

⁴⁹³ Vid. <http://www.cnmv.es/Portal/~/-/verDoc.axd?t={305fd23b-c969-48b6-8a83-9c95378fb1f9}>

⁴⁹⁴ Por conflicto de intereses, no se alude a aquellas “*situaciones de confrontación que podríamos calificar de «normales», por ser de esencia a la propia estructura bilateral del contrato y que, por otra parte, han sido contempladas por la visión liberal de nuestro legislador decimonónico como la vía más adecuada para regular el intercambio de bienes y servicios (cfr. Artículo 1255 CC). La expresión conflicto de intereses hace referencia a otro supuesto distinto, en el que la confrontación o colisión de intereses se manifiesta con unas características especiales, debido a la consideración de uno de los intereses en juego como superior, preferente o más digno de protección que el otro.(...) Así, por ejemplo, el artículo 44 del Real Decreto 217/2008, de 15 febrero, de régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión, bajo la rúbrica «Conflictos de interés potencialmente perjudiciales para los clientes», identifica una serie de supuestos en los que podría generarse dicho conflicto”.*

⁴⁹⁵ *Por ejemplo, si se contrata un swap para cubrir las subidas de interés del cliente mediante unos tipos máximos y mínimos, estos toques deben ser susceptibles de activarse tanto a la baja como a la alza, de manera que ambas partes en algún momento puedan limitar sus costes. Incluso cuando el banco hace de intermediario sin ser contraparte, hay un cierto riesgo de conflicto de interés por la comisión que cobra, aunque esta situación no es equiparable a la anterior. En cuanto al agente de cálculo es recomendable que éste sea un sujeto distinto al banco que vende el producto, pues tiene un papel clave en la determinación de las cuotas a pagar y en el precio de cancelación del swap, que suele ser muy elevado. Además, el agente de cálculo también puede calcular la diferencia entre lo pagado inicialmente y lo que*

De igual modo, la existencia de comisiones, sean implícitas o explícitas conlleva un conflicto de interés que la entidad debe gestionar e informar al cliente en forma debida⁴⁹⁶. Equivalentemente, que el banco oferente del swap suela erigirse en agente de cálculo y entidad encargada de la liquidación del producto como agente de pagos, con la consecuente generación de conflictos de intereses⁴⁹⁷, nos obliga a analizar qué medidas paliativas existen en nuestro ordenamiento y valorar su efectividad.

Destaca la SAP de Barcelona, 402/2014, de 8 de octubre de 2014 que el director de la sucursal había sido prevenido por parte del Banco de España de las previsiones bajistas en los tipos de interés a corto y largo plazo. De este modo la colocación del swap de tipo de interés, puso de manifiesto un claro conflicto de intereses que era necesario considerar, puesto que la entidad ofertó el swap como un producto favorable

se ofrece en el mercado en ese momento, de este modo se puede asegurar que el swap nace desde un punto de partida equilibrado y sin comisiones implícitas. PLANA PALUZIE, Álex. «Análisis teórico y práctico de la anulabilidad de los swaps». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, nº. 1, 2013, págs. 143-178.

⁴⁹⁶ Vid. STS 668/2015, de 4 de diciembre de 2015. La SJPI de Barcelona de 4 de abril de 2012, indica que «*En relación con los productos Lehman e islandeses, BANKPIME cobraba una comisión implícita por el asesoramiento, en concepto de venta asesorada, y una comisión adicional por la ejecución y liquidación de las operaciones, además de las comisiones por custodia y administración de valores. Estas comisiones sirven para cuantificar la ganancia que BANKPIME sacaba de los actores y explican su comportamiento agresivo y desleal, colocando instrumentos complejos de alto riesgo entre clientela minorista (...). Lo relevante de este tipo de comisiones es que se trata de un incentivo que recibía BANKPIME para comercializar los valores, lo cual plantea un claro conflicto de interés que crea un riesgo de colocar valores que no resultaban ni convenientes ni idóneos para los actores (...). De hecho, BANKPIME sacrificó el interés de los actores por obtener unas comisiones de comercialización o márgenes de mercado*».

⁴⁹⁷ *En cuanto al agente de cálculo es recomendable que éste sea un sujeto distinto al banco que vende el producto, pues tiene un papel clave en la determinación de las cuotas a pagar y en el precio de cancelación del swap, que suele ser muy elevado. Además, el agente de cálculo también puede calcular la diferencia entre lo pagado inicialmente y lo que se ofrece en el mercado en ese momento, de este modo se puede asegurar que el swap nace desde un punto de partida equilibrado y sin comisiones implícitas.* PLANA PALUZIE, Álex. *Análisis...ob. cit.*, págs. 143-178. Por su parte ZUNZUNEGUI destaca que «*El banco oferente suele asumir la función de agente de cálculo y entidad encargada de liquidar el producto como agente de pagos, en una confusión de figuras generadoras de múltiples conflictos de interés. La existencia de una agente de cálculo independiente resulta útil para garantizar al cliente información sobre el margen cobrado al contratar el producto como diferencia entre el precio pagado y el precio de mercado.*» ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación...ob. cit.*, pág. 680.

para evitar una subida de los tipos de interés a sabiendas de que se vería beneficiada por la bajada de tipos.

Pues bien, la conciliación del posible conflicto de intereses⁴⁹⁸ en que incurre una entidad financiera que comercializa un swap o en su caso presta asesoramiento financiero con sus clientes, se traduce en la imposición de una serie de obligaciones a dichas entidades mitigantes de la asimetría informativa que podría viciar el

⁴⁹⁸Vid. CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍQUEZ, Mercedes de. «Swaps: no todo vale al amparo de la autonomía de la voluntad». En *Diario La Ley*, n.º 8471, 2015. ROMAN LLAMOSI, Sofía. «Los contratos bancarios - Aumento litigiosidad y respuesta tribunales». En *Revista de Derecho Vlex*, núm. 131, 2015. FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. «SWAP: vicios del consentimiento y anulación del contrato». En *Diario La Ley*, n.º 7523, de 3 de diciembre de 2010. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. MUÑIZ ESPADA, Esther. «Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información». En *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, n.º 739, 2013, págs. 3021-3062. Ilustrador en este sentido resulta NASARRE AZNAR al señalar que *Es notorio que el empleado de banca ha venido funcionando no solo en el periodo de boom, sino también después del comienzo de la crisis de 2007 «por objetivos», de manera que desde el director de oficina hasta los empleados de ventanilla debían «colocar» un cierto número de productos (normalmente financieros, pero no necesariamente, puesto que a menudo se ofertaban bienes de consumo, como televisiones, ordenadores o planchas) al mes. De manera que, en cumplimiento de las MiFID, el empleado debería explicar el producto financiero, en teoría, hasta sus últimas consecuencias al cliente, así que, atendiendo a la letra y espíritu de la ley, debería decirle, por ejemplo: que puede perder mucho dinero durante un tiempo indeterminado y de manera imprevisible -por ejemplo, cláusulas suelo-; que realmente es un producto para cubrir el riesgo de la propia entidad de crédito para no hallarse en una crisis de liquidez por mismatch de los tipos de interés y que difícilmente funcionará para cubrir subidas de interés del cliente -por ejemplo, los comentados swaps-; o que realmente las cédulas hipotecarias que le está intentando vender no son ni cédulas ni hipotecarias, de manera que a pesar también de su nombre no tienen garantía hipotecaria; o que las participaciones preferentes, a pesar de su nombre, son prácticamente las últimas -incluso por detrás de los créditos subordinados- en cobrar en caso de concurso de la entidad de crédito (Disp. Adic. 3.ª Ley 19/2003), etc. El cliente que escucha tales explicaciones, ¿estará dispuesto a contratar el producto que se le está ofreciendo si realmente lo llega a conocer, a comprender? Entonces el empleado se encuentra en un conflicto de intereses: entre cumplir los objetivos que le marca la entidad de crédito (colocar el número de productos de la tipología X requeridos) y ser «completamente sincero» al cliente. ¿Qué le contestará si el cliente le pregunta, posiblemente por las casi seguras dudas que le presenta el producto, «y usted que haría»? NASARRE AZNAR Sergio. Malas prácticas...ob. cit., págs. 2769-2700. Vid. también HU, Henry. «Misunderstood derivatives: the causes of informational failure and the promise of regulatory incrementalism». En *The Yale Law Journal*, vol. 102, N.º 6, 1993, pág. 1464. HU, Henry. «Too complex to depict?: Innovation, "Pure information" and the SEC Disclosure Paradigm». En *Texas Law Review*, vol. 90, n.º 7, 2012, págs. 1600-1715. BARTLETT III, Robert P. «Inefficiencies in the Information Thicket: A Case Study of Derivative Disclosures During the Financial Crisis». En *UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1585953*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585953>*

consentimiento por error de los clientes⁴⁹⁹. Como afirma con rotundidad la STS 668/2015, de 4 de diciembre de 2015⁵⁰⁰, toda entidad debe informar al cliente, de que *“tratándose de un contrato con un elevado componente de aleatoriedad, los beneficios de una parte en el contrato de swap constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte, por lo que la empresa de servicios de inversión se encuentra en conflicto de intereses con su cliente, pues los intereses de la empresa y el cliente son contrapuestos. Para el banco, el contrato de swap de tipos de interés solo será beneficioso si su pronóstico acerca de la evolución del tipo de interés utilizado como referencia es acertado y el cliente sufre con ello una pérdida.”*

Brevemente, pues la cuestión será tratada a propósito de las obligaciones de las entidades de crédito (capítulo IV), diremos que el Supremo en efecto, tilda los test de conveniencia e idoneidad como una garantía frente al conflicto de intereses generado en la comercialización de estos productos (STS de 20 de enero de 2014). Es más⁵⁰¹,

⁴⁹⁹ En EE.UU. los conflictos de interés entre brokers, dealers y clientes quedan contemplados en la Sección 15(1) (1) de la *Securities and Exchange Act 1934* modificada por la sección 913 (g) de la *Dodd-Frank Act 2010*. Una de las medidas introducidas incluye el establecimiento de una responsabilidad fiduciaria para brokers y dealers. Dicha responsabilidad incluye un conjunto de informaciones relacionadas con la venta de productos, al igual que la provisión de asesoramiento financiero. Vid. CRO, Tony. *The Global Financial Crisis: Triggers, Responses and Aftermath*. Burlington: Ashgate Publishing, 2012, págs. 194 y ss. SEC (Securities and Exchange Commission) buscará igualmente información adicional relativa a la relación del inversor con brokers, dealers y consejeros financieros, incluido cualquier conflicto de interés material. Vid. Como punto de referencia en Derecho inglés vid. *Lloyds Bank v. Bundy* a propósito del conflicto de intereses entre banco y cliente. SCHWARTZ, Robert J; SMITH, Clifford W. *Derivatives Handbook: Risk Management and Control*. New York: John Wiley & Sons, 1997, págs. 190 y ss. Vid también *Chapman v. Barclays Bank* [1997] 6 Bank LR 315, 318 y las consecuencias de la transgresión de la regla de no conflicto (“no conflicto” rule) cuando hay una relación de carácter fiduciaria en *JAMES, Simon*. *The law...ob. cit.* págs. 96 y ss.

⁵⁰⁰ Posteriormente reiterada por el TS en SSTS, 25/2016, de 4 de febrero, 26/2016, de 4 de febrero y 27/2016, de 4 de febrero, 31/2016, de 4 de febrero de 2016.

⁵⁰¹ Es por ello que la normativa MiFID impone a la entidad financiera otros deberes que guardan relación con el conflicto de intereses que se da en la comercialización de un producto financiero complejo y, en su caso, en la prestación de asesoramiento financiero para su contratación, como son la realización del test de conveniencia, cuando la entidad opera como simple ejecutante de la voluntad de cliente previamente formada, dirigido a evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar y el test de idoneidad, cuando el servicio prestado es de asesoramiento financiero dirigido, además de a verificar la anterior evaluación, a efectuar un informe sobre la situación

«[l]a normativa MiFID impone a la entidad financiera otros deberes que guardan relación con el conflicto de intereses en que incurre en la comercialización de un producto financiero complejo y, en su caso, la prestación de asesoramiento financiero para su contratación. En el primer caso, en que la entidad financiera opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada, la entidad debe valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, y evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar, mediante el denominado test de conveniencia. En el segundo, si el servicio prestado es de asesoramiento financiero, además de la anterior evaluación, la entidad debería hacer un informe sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, para poder recomendarle ese producto, por medio del llamado test de idoneidad»⁵⁰².

También queremos destacar que el art. 208 TRLMV impone la obligación de diligencia y transparencia en virtud de la cual «las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios...».

Merece la pena enfatizar por su interés, la sentencia de la Corte Suprema Alemana de Bundesgericht⁵⁰³. En el caso, se toma en cuanta una transacción que involucraba la venta de “CMS Spread Ladder Swaps”, que en esencia constituían swaps de tipos de interés, a una empresa tipo pyme llamada Ille Papier Services GmbH. Dicha transacción pretendía servir de cobertura a otros dos swaps de tipos de interés. Debido a la caída de los tipos de interés en 2005, se produjeron grandes pérdidas para

financiera y los objetivos de inversión del cliente para poder recomendarle ese producto. CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. Swaps...ob. cit.

⁵⁰² En idéntico sentido SSTs 397/2015, de 13 de julio de 2015 y 398/2015, de 10 de julio de 2015, parafraseando la STS 716/2014, de 15 de diciembre.

⁵⁰³ BGH, Decisión de 22 de marzo de 2011, XI ZR 33/10, en apelación en OLG Frankfurt ZIP, 201, 921, comentado por J. Koendgen, Grenzen des informationsbasierten AnlegerSchutz, BKR, 7/2011, 283. Vid. WYMEERSCH, Eddy. Regulation...ob. cit., págs. 16-17.

la demandante, con la consiguiente presentación de una demanda invocando la violación del “Gute Sitten”, de la obligación de transparencia, engaño intencionado, fraude (arglistige Täuschung), consejo negligente y falta de información en torno a los riesgos. La corte revocó la decisión del Tribunal de apelación de Frankfurt. Consideró que las partes habían celebrado un contrato de asesoramiento en el cual el banco estaba obligado a tomar en consideración los objetivos, conocimientos y riesgos en los que pensaba el cliente. No había prueba de que el banco se había asegurado de que el cliente era consciente de que el riesgo era ilimitado, mientras que el banco soportaba un riesgo limitado. El hecho de que el inversor había sido asistido por un economista fue considerado irrelevante, en la medida en que éste último no tenía conocimientos específicos o experiencia en la materia. Tampoco el banco podía determinar los objetivos de riesgo del cliente sobre la base de transacciones o actividades profesionales previas.

Lo que la corte tuvo en consideración fue el hecho de que el banco no había explicado de forma explícita al inversor de que su riesgo era ilimitado, y que la evolución de los tipos de interés podría causar dichas pérdidas. No era suficiente que el cliente fuera informado, dada la complejidad y la terminología compleja usada en el contrato, sino que debía el banco asegurarse de que el cliente entendía el carácter ilimitado del riesgo al que se exponía, y que su nivel de conocimiento era el mismo que el del banco.

Un argumento más, se basó en el hecho de que la transacción comportaba desde el principio de valor de mercado negativo de cerca del 4%, creando, desde el punto de vista de la Corte, un serio conflicto de intereses con el cliente. El banco como consejero, está obligado a actuar en interés de su cliente: en un swap las posibilidades deberían ser las mismas para cada una de las partes. Esta situación de desequilibrio, que no puede ser cubierta por información, pone en duda la integridad de la función de asesoramiento de los bancos. La violación fue primordial para la toma de decisión de inversión de cliente. La admisión por parte del cliente de que este no había entendido el

contrato fue considerada irrelevante, en la medida en que como inversor debería haber sido capaz de confiar en la exactitud de las explicaciones dadas por el banco. Por lo tanto, no es que la información fuera deficiente, sino que el producto en sí mismo lo era. La importancia de esta decisión radica en que coloca la protección al inversor de derivados un paso adelante: el banco debe adoptar una actitud de protección, no siendo bastante con el respecto de las obligaciones de información. Especialmente porque la información acerca del valor inicial negativo, que suponía un conflicto de intereses, y los complejos cálculos en torno al precio de estos derivados, deben de ser claros para los inversores, quienes deben entender realmente qué están contratando.

Por último, un aspecto que debe ser tratado, es el estudio de la norma contenida en la Sección 619 de la Dodd-Frank, conocida como Regla Volcker y que carece de parangón en nuestro ordenamiento jurídico.

Dicha regla, ha establecido con carácter general (sin perjuicio de las excepciones contempladas) que una entidad bancaria respaldada por el Gobierno Federal de los EE.UU. o el FDEC (Federal Deposit Insurance Corporation), no podrá realizar operaciones de negociación de instrumentos financieros por cuenta propia (*“proprietary trading”*) ni apadrinar *hedge funds* (fondos de cobertura) o *private equity funds* (fondos de capital-riesgo)⁵⁰⁴. De igual modo, y con carácter general (con ciertas excepciones), la sección 619 de la Dodd-Frank, establece que cualquier empresa financiera no bancaria supervisada por el FRB⁵⁰⁵ que celebre operaciones de negociación de instrumentos financieros o que tome o mantenga capital en o patrocine

⁵⁰⁴ De este modo se prohíbe negociar en nombre propio valor que conceda propiedad u otro derecho sobre títulos societarios o participativos, sea de forma directa (*proprietary trading*) o indirecta, a través de fondos de inversión, o de naturaleza derivada, como los de inversión alternativa (*hedge funds*). Dicha prohibición afecta a todas las entidades bancarias y a las entidades financieras no bancarias sometidas a supervisión de la Reserva Federal.

⁵⁰⁵ *Board of Governors of the Federal Reserve System FRB.*

un *hedge fund* o *private equity fund*, estará sujeto a requerimientos adicionales de capital.

Se entiende por “entidad bancaria”, cualquier institución de depósitos asegurada (*insured depository institution*), cualquier empresa que controle a una institución de depósitos asegurada, cualquier empresa que sea considerada como compañía controladora bancaria (*bank holding company*), o cualquier afiliada o subsidiaria de las anteriores entidades⁵⁰⁶.

La implementación de dicha norma exige la adopción de reglas por parte de ciertas agencias regulatorias de EE.UU. Por todo ello la *Board of Governors of the Federal Reserve System (FRB)*, la *Office of the Comptroller of the Currency (OCC)*, el *Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC)*, la *Securities and Exchange Commission (SEC)* y la *Commodity Futures Trading Commission (CFTC)* han procedido a la adoptar las oportunas disposiciones⁵⁰⁷.

Para los efectos que nos interesan, dichas normas de implementación han establecido la prohibición a las entidades bancarias entre otras cosas de celebrar operaciones a corto plazo y por cuenta propia sobre derivados financieros, futuros y opciones sobre *commodities*⁵⁰⁸. Las normas de implementación, han precisado que se entiende por derivados financiero (tomando como referencia la Commodity Exchange

⁵⁰⁶ El término incluye a todas las filiales pertenecientes sean o no estadounidenses de una entidad bancaria extranjera, haciendo muy extenso el alcance extraterritorial de la regla Volcker. Sobre las limitaciones a los efectos extraterritoriales de la regla Volcker a través de la excepción TOTUS vid. MASSARI, Jai R. «Foreign Bank Cross-Border Trading under the Volcker Rule: The 'Trading Outside the United States' Exemption's Incongruous Consequences». En *Capital Markets Law Journal, Forthcoming*, 15 de junio de 2015. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2595603>.

⁵⁰⁷ Dichas normas de implementación empezaron a surtir efectos desde el 1 de abril de 2014. El FRB ha ampliado el plazo para su cumplimiento hasta el 21 de julio de 2015.

⁵⁰⁸ Se consigna la prohibición a las entidades bancarias de a) celebrar operaciones a corto plazo y por cuenta propia, sobre valores, derivados financieros, futuros y opciones sobre commodities y b) ser dueño, patrocinar o tener relaciones con fondos de cobertura (*hedge funds*) o fondos de capital privado (*private equity funds*), referidos como “fondos cubiertos” (*covered funds*).

Act): cualquier swap en los términos establecidos en la sección 47; swaps sobre valores (security-based swap) según los términos de la sección 3(a)(68) de la Exchange Act; cualquier compra o venta de un commodity, que no haya sido excluido, con embarque o entrega diferida que se pretenda liquidar físicamente; cualquier forward sobre divisas, en los términos de la sección 24 o swap sobre divisas bajo la sección 25; cualquier convenio, contrato, o transacción en una divisa descrita en la sección 2(c)(2)(C); cualquier convenio, contrato, o transacción en una commodity distinto a una divisa descrita en la sección 2(c)(2)(D); y cualquier operación autorizada al amparo de la sección 19.

Dicha prohibición, no será aplicable para las operaciones de formación de mercado, operaciones de colocación de valores, operaciones de cobertura para mitigación de riesgos, operaciones con ciertas obligaciones gubernamentales y a la organización y ofrecimiento de un *hedge fund* o *private equity fund*. No obstante, la Dood-Frank limita la aplicación de dichas excepciones en los supuestos que entrañen un conflicto de interés material (*material conflict of interest*) entre la Entidad Bancaria y sus clientes o contrapartes⁵⁰⁹. Se producirá dicho conflicto en el caso de que la Entidad bancaria participe en cualquier operación que pudiera implicar en un interés

⁵⁰⁹ Sobre la interpretación del conflicto de interés en el ámbito de la regla Volcker vid. TUCH, Andrew F., «Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs». En *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 2, págs. 365-420, 2012. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1809271>. Dicho artículo usa el acuerdo ABACUS 2007-AC1 para aplicar e interpretar las reglas de conflicto de intereses en una transacción con productos derivados. Más que centrarse en si Goldman ostentaba deberes fiduciarios hacia los inversores como *broker-dealer* en las transacciones, el artículo subraya el papel de Goldman como asegurador la estructuración y negociación del acuerdo, lo cual supuso la participación en la formación de un vehículo con propósito especial (SPV por sus siglas in inglés) y la preparación de los materiales de información relevantes para los inversores. Como asegurador de ABS, y con relación a SPV creados por el mismo banco, Goldman estaba actuando como garante y se enfrentaba con un conflicto de intereses al participar en transacciones reservadas que actuaban como incentivo en la desviación de riesgos para asegurarse de la exactitud de las informaciones ofrecidas a sus inversores. En la colocación de valores, Goldman debería haber evitado conflictos de intereses con los compradores de aquellos valores, no sólo porque habría reducido el coste de intermediación, sino porque como garante tenía poder para influir en la información de aquellos valores. El artículo analiza como la regla Volcker se hubiera aplicado en caso de que hubiera estado en vigor al tiempo de la celebración de los acuerdos ABACUS, y cómo las reglas de conflicto de intereses deben ser interpretadas a la luz de la regla Volcker.

contrapuesto a los intereses de sus clientes o contraparte, sin que la Entidad hubiese adoptado ninguna de las medidas previstas en la normas de implementación de la Dodd-Frank.

Esta regla entraña la prohibición de bancos respaldados por la Reserva Federal de llevar a efecto operaciones sobre derivados por por cuenta propia, con dinero de sus clientes. Dichas operaciones, supusieron en su momento una fuente de ingentes beneficios, pero expusieron al sistema financiero a enormes riesgos, tildados por el promotor de la norma, Paul Volcker, como uno de los acicates de la crisis. Con dicha regla, se pretende dissociar el rol de las entidades bancarias como captadores de depósitos y otorgantes del crédito, del rol como asesores de la clientela, en aras a prevenir un conflicto de intereses. En numerosas ocasiones, el banco recomienda a sus clientes usar sus propios productos (*proprietary trading*), de modo que con la restricción de dicha práctica, se pretende sortear la creación de productos contruidos bajo la única pretensión de ser comercializados a una clientela incauta. Dicha regla aspira a proteger a la clientela bancaria, dado que precisamente la venta de productos financieros, como al efecto lo fue el swap, con una consiguiente inadvertencia de riesgos, fue una de las grandes críticas que generó la crisis de 2008. Entendemos que dicha regla debería recoger su equivalente en nuestro sistema jurídico al efecto de soslayar que la banca comercial siga caminos dispares a la banca de inversión, protegiendo con ello al inversor frente a la potencialidad de que le estén “colocando” productos de alto riesgo, y al mismo tiempo protegiendo al inversor frente a riesgos que puedan conllevar la caída del banco.

1.3. Capacidad requerida para concertar un swap de tipos de interés.

*A) Capacidad de los usuarios finales para la contratación del swap:
el objeto social como límite para la constitución del swap.*

A grandes rasgos, la capacidad para concertar un contrato de swap en concepto de usuario final (ex arts. 322 y 1263 del C.c.) se predica de cualquier sujeto de derecho, sea persona física o jurídica, pública o privada⁵¹⁰.

No obstante, tres son los aspectos que debemos estimar en la contratación del swap.

En primer lugar, es necesaria la tenencia de un patrimonio importante, pues se valora de forma puntillosa la solvencia de las partes, cuya disminución puede producir el vencimiento anticipado, tal y como veremos al tratar de las causas de extinción⁵¹¹.

En segundo término, deberemos valorar las normas de cada país limitativas de las entidades que pueden estipular swaps.

⁵¹⁰ Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación...ob. cit. pág. 666. En materia de Derecho Internacional Privado, téngase en cuenta que en aras a determinar la normativa aplicable en materia de capacidad, debemos considerar que la regla del art. 1.2 a) del Convenio de Roma, excluye de su ámbito de aplicación, el estado civil y la capacidad de las personas físicas, y el art. 1.2. e), a su vez, excluye la capacidad jurídica de las sociedades, asociaciones y personas jurídicas. Es por ello, que deviene aplicable en el Derecho español los arts. 9.1 y 9.11 del C.c. Este tipo de contratos puede ser desarrollado por Sociedades Anónimas, de Responsabilidad Limitada, Limitadas Nueva Empresa Colectivas, Comanditarias simples y por acciones, Agrupaciones de Interés Económico, Sociedades Agrarias en Transformación, Fundaciones e incluso Asociaciones (siempre y cuando tengan la entidad suficiente y el patrimonio necesario para el desarrollo de este tipo de actividades, lo cual normalmente no se dará), en la medida que su celebración puede fortalecer económicamente a la sociedad y sobre todo porque la utilización del SWAP supone en definitiva la obtención de empréstitos a reducido coste. Vid Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital; Ley 12/1991 de Agrupaciones de Interés económico (limitándose a actividades auxiliares a las que desarrollen los socios); Real Decreto 1776/1981, de 3 de agosto, por el que se aprueba el estatuto que regula las sociedades agrarias de transformación y OM de 14 de septiembre de 1982 (ideales a efectos de los SWAP de commodities); Ley 50/2002, de 26 de diciembre, de Fundaciones; Ley Orgánica 1/2002, de 22 de marzo, reguladora del Derecho de Asociación....

⁵¹¹ Estipulación 9.9. CMOF 2013 y sección 5(a) (iii) y (viii) del ISDA Master Agreement.

Así en España, el ordenamiento limita la cantidad y la forma en que ciertos entes pueden utilizar estos derivados: desde 1997 los Fondos de inversión en Activos del Mercado Financiero⁵¹² sólo pueden usar derivados para fines de cobertura. También se limita la utilización de estos derivados financieros en FIAMM y otros entes de inversión colectiva “*en base al riesgo del mercado y al riesgo de la contraparte*.”⁵¹³

Por último un aspecto que debemos tratar, es si cabe la contratación del swap, en el caso que de los estatutos sociales no hagan mención expresa de dicha posibilidad⁵¹⁴.

En el caso *Hazell v. Hammersmith & Fulham London Borough Council and others*⁵¹⁵ de 1991 de *The House of Lords*, se declaró la nulidad de los SWAPs celebrados por un municipio inglés en aplicación de la doctrina *ultra vires*, es decir, por haber sobrepasado los límites de su capacidad de obrar⁵¹⁶. El municipio Hammersmith & Fulham había hecho uso de los derivados financieros, unas veces con fines de cobertura, otras veces sin la existencia de operación subyacente y con fines de especulación, de modo que finalmente la Cámara de Lores consideró que todos los contratos a plazos concertados en los mercados financieros estaban prohibidos para

⁵¹² En adelante FIAMM.

⁵¹³ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., pág. 201.

⁵¹⁴ CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos...*ob. cit., págs. 1035-1036.

⁵¹⁵ WYMEERSCH, Eddy. *Regulation...*ob. cit., págs. 7 y ss. ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., págs. 204 y ss.

⁵¹⁶ Sobre materia de capacidad otros casos que han seguido la doctrina *ultra vires* vid. *Westdeutsche Landesbank Girozentrale -v- Islington London Borough Council*; HL 30 May 1996; *Kleinwort Benson Ltd -v- Lincoln City Council* etc; HL 29 Jul 1998...

las Corporaciones Locales, pues la contratación de derivados no estaba contemplada de forma expresa como actividad permitida a estas entidades⁵¹⁷.

Así se plantea la cuestión de la inmunidad soberana en el caso de participación de entes Derecho Público, lo que afecta sensiblemente a la capacidad de estos entes para concertar SWAPs. Como medio paliativo, interesa referir que en los contratos financieros internacionales, caso de los modelos ISDA, se acostumbra la incorporación de la renuncia a los privilegios derivados de la inmunidad soberana. No obstante, en tales supuestos se debe valorar la transcendencia jurídica de dicha cláusula en los Ordenamientos jurídicos que no han regulado la materia⁵¹⁸.

En lo que se refiere a casos transfronterizos, el Reglamento (UE) 1215/2012, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 12 de diciembre de 2012, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en

⁵¹⁷ “Ocurre que si la autoridad (los llamados statutory public bodies) contrata sin gozar de los poderes oportunos para ello, es decir, sin tener la competencia adecuada, los correspondientes contratos serán objeto de la regla de ultra vires. La jurisprudencia ha señalado que no es necesaria una autorización expresa para llevar a cabo un contrato concreto, sino que es suficiente con que exista una conexión entre el contrato y la actividad que la ley encomienda a los entes públicos. Si no existe conexión, el contrato no será válido. Por ejemplo, en *Hazell v Hammersmith and Fulham LBC* (1992) 2 A.C. 1, esta entidad local suscribe un contrato financiero (intercambio de tasa de interés o swaps) del que resultan grandes pérdidas para el municipio. Sin embargo, la House of Lords acabó considerando que el contrato era ultra vires en tanto que la entidad no estaba autorizada a realizar este tipo de contratos especulativos de alto riesgo —si bien no señala las consecuencias del ultra vires—.” No obstante “tras el antemencionado asunto *Hazell*, dado que el fallo generó mucha inseguridad a los contratistas de las Administraciones locales, se aprobó el Local Government Act de 2000, que aumenta considerablemente los poderes de contratación de las entidades locales, dificultando así que pueda darse un contrato ultra vires.” CODINA GARCÍA-ANDRADE, Xavier. «Introducción al régimen inglés de los contratos públicos». En *Revista de Administración Pública*, núm. 194, mayo-agosto de 2014, págs. 428 y 429.

⁵¹⁸ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. Aspectos...ob. cit., págs. 286-287. Además “lo más trascendente del caso se derivaría del hecho de que acabaría comportando importantes innovaciones en el derecho inglés. Así debe observarse como el derecho inglés se ha mostrado relucante tanto al desarrollo de una doctrina global en cuanto al enriquecimiento injustificado, como al otorgamiento de una acción de restitución de los pagos hechos voluntariamente por una parte bajo la influencia de un error de derecho”. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. Aspectos...ob. cit., pág. 291.

materia civil y mercantil, en vigor desde el 10 de enero de 2015⁵¹⁹ juega un papel fundamental. El art. 24 (2), establece que son exclusivamente competentes, sin consideración del domicilio de las partes, en materia de validez, nulidad o disolución de sociedades y personas jurídicas, así como en materia de validez de las decisiones de sus órganos, los órganos jurisdiccionales del Estado miembro en que la sociedad o persona jurídica esté domiciliada; para determinar dicho domicilio, el órgano jurisdiccional aplicará sus normas de Derecho internacional privado.

Además en virtud del art. 27 *“El órgano jurisdiccional de un Estado miembro que conozca a título principal de un litigio para el que los órganos jurisdiccionales de otro Estado miembro sean exclusivamente competentes en virtud del artículo 24 se declarará de oficio incompetente”*

En el caso *Berliner Verkehrsbetriebe (BVG), v JPMorgan Chase Bank NA, Frankfurt Branch*⁵²⁰, la Corte de Justicia Europea sentó que el artículo 22, número 2, del Reglamento nº 44/2001 (actual art. 24 del Reglamento 1215/2012), debe interpretarse en el sentido de no aplicase a un litigio en el que una sociedad invoca que no puede oponérsele un contrato debido a su supuesta invalidez, por la infracción de sus estatutos, de una decisión de sus órganos que condujeron a la celebración de éste.

La corte rechazó hacer una aplicación amplia de esta excepción, por razones diversas, una de las cuales era que supondría denegar a las partes de un contrato la autonomía de elegir otro foro. Sin embargo, debe mencionarse que la regla sólo se aplica a pretendidas violaciones de los estatutos, pero no a vulneraciones de las restricciones impuestas por la ley misma, o por la naturaleza de sus actividades.

⁵¹⁹ Que sustituye al Reglamento (CE) nº 44/2001 del Consejo, de 22 de diciembre de 2000, relativo a la competencia judicial, el reconocimiento y la ejecución de resoluciones judiciales en materia civil y mercantil.

⁵²⁰ BVG v JP Morgan, ECJ, C-144/10, de 12 de mayo de 2011.

Berliner, es una entidad alemana de Derecho público, que suscribió un *credit default swap* con la entidad financiera JP Morgan Chase N.A (JPM). Dicho swap incluía una cláusula que otorgaba la jurisdicción exclusiva a los tribunales ingleses. Ante varios incumplimientos, JPM demandó a Berliner. Berliner alegó, que puesto que el objeto del proceso concernía a la “validez de sus órganos”, materia incluida en el art. 22. 2 del Reglamento, eran los tribunales de Berlín los que debían tener jurisdicción exclusiva sobre la materia. De forma paralela Berliner presentó demanda ante el Berlin Landgericht⁵²¹ aduciendo que el swap era *ultra vires*, esto es, nulo, por no ostentar Berliner la capacidad necesaria para suscribirlo, e instó que la cuestión fuera conocida por los tribunales de Berlín al entrar dentro del marco del art. 22.2 del Reglamento.

Puesto que ambas demandas tenían la misma causa, los tribunales berlineses suspendieron el procedimiento hasta que los tribunales ingleses resolvieran el proceso. En primera instancia, la *High Court* falló que los tribunales ingleses tenían jurisdicción, dado que el proceso no tenía como objeto cuestiones enmarcadas en el art. 22. 2 del Reglamento, debiendo por tanto observarse lo dispuesto en el art. 23.

El Tribunal de apelación afirma que la cuestión sobre la validez de los actos de Berliner, no era la principal del proceso, sino la relativa al incumplimiento de las obligaciones de Berliner. Por consiguiente debía prevalecer la elección expresa de las partes, tal como se deriva del art. 23 del Reglamento. Con ello el Tribunal de apelación sigue las conclusiones adoptadas en primera instancia, donde se acordó que los tribunales de Berlín podían conocer del caso, sólo si el mismo estaba “principalmente relacionado” (*principally concerned*) con una de las materias enumeradas en el art. 22.2 del Reglamento, cosa que no se daba en el supuesto planteado.

⁵²¹ Tribunal Regional de Berlín.

En un caso anterior a la decisión de la Corte Europea, este asunto fue tratado de forma extensa. En *UBS v. Kommunale Wasserwerke Leipzig GmbH*⁵²², una entidad de utilidad pública, organizada en forma privada legal de GmbH, pero poseída por la ciudad de Leipzig, la defendida en una transacción transfronteriza de alquiler que involucraba transacciones de swaps bajo el acuerdo ISDA, argumentó que la transacción quedaba fuera de la finalidad legal del GmbH, y por lo tanto el contrato debía ser nulo por falta de autorización de los directores. Dicho argumento había sido usado en un proceso paralelo en la corte Alemana. El banco había denunciado a la corte inglesa, donde la defendida alegaba que en función del art. 22.2 del Reglamento 44/2001, la decisión de concertar el contrato estaba sujeta a la ley del estado donde la empresa tenía su sede. Sobre la base de las opiniones legales de dos reputados profesores de leyes de Alemania, la corte inglesa pudo fundamentar que la defendida no era un ente público y por lo tanto sus poderes de representación no podían ser determinados por disposiciones de derecho público, a la vez que no había evidencias de abuso de poder por parte del Consejero Delegado de la Sociedad. Consecuentemente, la corte entendió que el caso no era conocido “a título principal” (art. 25 Reglamento 44/2001, actual art. 27 del Reglamento 1215/2012) por lo que a la validez de las decisiones de la defendida se refería⁵²³.

A un veredicto similar llegó el OLG Frankfurt⁵²⁴, en un caso donde la entidad local *Kommanditgesellschaft auf Aktien*, cuyas participaciones poseían entidades locales públicas, alegó que no podía participar en actividades especulativas –a través de *CMS Ladder Swaps*- al ser contrario al derecho de las comunidades locales. La corte decidió que la entidad no era un ente público, sino una empresa privada. Si la transacción era

⁵²² *UBS AG, London Branch, UBS Global Asset Management (UK) Limited v. Kommunale Wasserwerke Leipzig GmbH*, 2101 WL 4007066 (15 de octubre de 2010).

⁵²³ *One can mention the fact that all “relevant documentation was in English, subject to English law, the transaction was a English swap transaction conducted in London on English ISDA terms, with the London branch of a Swiss bank, with English solicitors”*. WYMEERSCH, Eddy. Regulation...ob. cit., pág. 8.

⁵²⁴ *OLG Frankfurt a. M.*, 4 de agosto de 2010, ZIP 2010, 1637.

especulativa, no era asunto del banco, sino de las entidades de supervisión local. Por otra parte, el banco había informado correctamente al deudor, y destacado los riesgos, incluido el riesgo de incalculables e ilimitadas pérdidas.

De igual modo, en *Haugesund Kommune, Narvik Kommune v Depfa bank*⁵²⁵ las autoridades locales noruegas habían tomado prestado del banco a través de contratos de swaps, para invertir en activos de mayor rendimiento. La cuestión que se planteaba era la prohibición de los municipios noruegos de tomar prestado fuera de los propósitos definidos de conformidad con la *Norwegian Local Government Act* 1992. Los Kommunes habían suscrito con Depfa dos contratos de swap sujetos al Derecho inglés y la jurisdicción de los tribunales de Inglaterra. Los contratos se cumplieron conforme lo pactado, hasta que el Ministerio de Justicia noruego, declaró en 2007, que tales swaps constituían en realidad préstamos, de modo tal, que los Kommunes alegaron la invalidez de tales contratos y cesaron en el pago de los mismos. En primera instancia, se declaró la invalidez de los swaps, pero se estimó la demanda de reconvención de Depfa. En segunda instancia, en aras a concretar la ley aplicable para esclarecer la capacidad de las entidades noruegas, partes de un contrato sujeto al Derecho inglés, el Tribunal analizando sus propias normas de conflicto sobre capacidad de personas jurídicas afirmó que dicha cuestión se debía analizar desde el Derecho noruego. No obstante, los efectos de dicha incapacidad en los swaps, se deberían definir de conformidad con el Derecho inglés. En consecuencia, puesto que las entidades noruegas carecían de capacidad conforme al Derecho noruego para suscribir los swaps, dichos contratos, eran según el Derecho inglés inválidos y por consiguiente nulos. La corte concluye que la falta de competencia sustantiva para concluir el contrato, sería equivalente a la falta de capacidad bajo la ley de Reino Unido. Como las Kommunes no tenían capacidad para entrar en los swaps, se observa que de conformidad con el

⁵²⁵ *Haugesund Kommune, Narvik Kommune v. Depfa* [7 de julio de 2010]. ACS Bank, 2009 WL 2614092; Resumen disponible en: [/www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8191ca5f-4f05-4fb9-8d72-e02994c56d4e](http://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=8191ca5f-4f05-4fb9-8d72-e02994c56d4e) G. Mitchell and R. Brent, *English law contracts, foreign counterparties and Ultra Vires*, Butterworths J Int Banking and Financial Law, 2010, 463; Commercial court, 4 September 2009.

Derecho inglés, los swaps eran inválidos y nulos. Aunque las autoridades locales no estaban obligadas por las transacciones de swap, estaban todavía obligadas a restituir los préstamos recibidos⁵²⁶. Depfa por su parte, tiene el derecho de recuperar las sumas avanzadas a los Kommunes, junto con el interés correspondiente, sin que los Kommunes puedan invocar al efecto, ninguna excepción de orden público. Señala el Tribunal inglés, que ninguna excepción de orden público de otro Estado, puede obstaculizar que ninguna de las partes pueda recuperar el dinero avanzado en un contrato sujeto al Derecho inglés. El Tribunal falló que las sumas avanzadas por Depfa suponían un enriquecimiento sin causa y debían por tanto ser devueltas por los Kommunes.

Un caso especialmente ilustrativo de la dificultad que suponen los litigios con problemas multijurisdiccionales es el representado por las demandas que involucraron a la italiana Provincia di Pisa v Depfa Bank plc and Dexia Crediop Spa, en relación a swaps de tipos de interés concertados por bancos con la provincia de Pisa. Cuando los tipos de interés cayeron, la provincia se vio obligada a hacer cuantiosos pagos. Los procedimientos se iniciaron ante la corte de Reino Unido, mientras que la provincia de Pisa llevó el caso a la jurisdicción administrativa italiana. El Tribunal de Comercio de Reino Unido⁵²⁷ mantenía su jurisdicción, alegando que la falta de capacidad de la defendida, de conformidad con el procedimiento italiano no era su defensa exclusiva y por lo tanto los procedimientos no entraban dentro de la excepción del art. 22 (2) y 25 Reglamento 44/2001, existiendo tan solo un “coste implícito” que no había sido comunicado a la provincia, con el consecuente desequilibrio económico de la transacción. Sobre la base de otros asuntos suscitados, tales como la misinterpretación, no divulgación de datos, venta inapropiada...etc., no se podía concluir la jurisdicción exclusiva de las cortes italianas. Por su parte, el Consiglio di Stato sostuvo que la

⁵²⁶ Sobre la base de *Goss v Chilcott* [1996] AC 788.

⁵²⁷ *Depfa Bank plc v. Provincia di Pisa* [2101] I.L.Pr 51. (11 de mayo de 2010).

decisión administrativa de la Provincia era inválida⁵²⁸, fundamentándose en que de conformidad con el Derecho administrativo italiano, que permite a organismos subordinados a invocar una provisión llamada “autotutela”, dicho organismo puede anular un acto administrativo de un órgano público sobre la base del interés público por razones de “*inconvenienza economica*”⁵²⁹. Puesto que el mecanismo de autotutela había sido puesto en marcha, el consentimiento sobre las transacciones de la provincia, fue anulado. De conformidad con el análisis llevado a cabo en 2009, el contrato de swap, más que generar beneficios de aproximadamente 400.000 euros, hubiera causado una pérdida, porque en el momento de concertar el swap, hubiera resultado en un valor negativo de aproximadamente 1.850.000 euros, aspecto que no se tuvo en cuenta en el instante de concertar el swap. Este “coste implícito” que constituye una “*inconvenienza economica*”, no se mencionó en los documentos originales, modificando el balance subyacente del contrato y menoscabando su justificación económica. Se determinó por tanto que la voluntad de la Provincia era nula, impidiendo con ello la competencia de la jurisdicción inglesa. El correcto ejercicio de capacidad administrativa es un asunto del Derecho público italiano y no se puede disponer de él libremente por las entidades públicas, haciendo con ello inaplicable la interpretación de la Corte Europea en BVH v JP Morgan. Si bien, la decisión del Council of State sostuvo la invalidez del contrato de la Provincia italiana en lo que se refiere a actos administrativos de la Provincia, los aspectos privados deberían haberse decidido por los tribunales civiles⁵³⁰, cosa que no sucedió en el presente caso, al declararse nulos e inválidos los efectos civiles de los contratos sucesivos pues “*simul stabunt, simul cadent*”.

Este caso, constituye por ello un ejemplo de descoordinación entre jurisdicciones y diferentes enfoques de los arts. 22 y 25 del Reglamento. Hubiera sido conveniente

⁵²⁸ Consiglio di Stato, 7 de septiembre de 2011, sentenza n. 5032.

⁵²⁹ Traducido de forma no muy exacta como “inconveniencia económica”.

⁵³⁰ En este sentido Trib amministrativo Toscana, 27 de enero de 2011 in re: Provincie di Pisa.

decidir la cuestión preliminar de la competencia del ente legal y la validez de sus actos, antes que entrar en el fondo del asunto.

Otra fuente de controversia tiene lugar en el caso de usos del swap con carácter especulativo. La discusión está basada en las disposiciones de gestión financiera de los entes locales, que permiten explícitamente el uso de derivados, pero sólo con fines de cobertura. De este modo, si se demostrara la falta de un riesgo subyacente objeto de cobertura, la transacción se reputaría nula por ser “ultra vires” o por lo menos no estar permitida.

En este sentido una norma italiana⁵³¹ condiciona el uso de los swaps por parte de las entidades públicas a fines de cobertura para riesgos específicamente mencionados, y por lo tanto impone ciertas condiciones con vistas a asegurar su uso diligente y prudente. Si se usase el swap con motivos distintos, vendría a ser especulativo, y por lo tanto nulo e inválido por haber sido contratado fuera de los límites de la referida norma.

En nuestro ordenamiento jurídico entendemos que es posible la contratación de swaps de tipos de interés con fines de cobertura, aunque los estatutos sociales no hagan mención expresa de dicha posibilidad, toda vez que en el objeto social se deben entender comprendidos todos los actos necesarios para su consecución, actos cuya inscripción queda excluida a la postre ex art. 117.2 del Reglamento del Registro Mercantil⁵³².

Sin embargo, más dudas plantea el uso de derivados con fines especulativos, discutiéndose si al no ser una actividad imprescindible para el desarrollo de la actividad social, es necesario que los estatutos contemplen de forma expresa dicha posibilidad.

⁵³¹ Art 41, L. 28 de diciembre de 2001, n. 448, y decretos legislativos, tales como el de 1 de diciembre de 2003.

⁵³² Art. 117.2. *No podrán incluirse en el objeto social los actos jurídicos necesarios para la realización o desarrollo de las actividades indicadas en él. Real Decreto 1784/1996, de 19 de julio, por el que se aprueba el Reglamento del Registro Mercantil.*

Si tomamos por referencia la estructura de cualquier sociedad, donde los Administradores ostentan la representación de la misma (ex art. 233 LSC⁵³³), vemos como dice el art. 134 de la LSC, que la representación se extenderá a los actos comprendidos en el objeto social, siendo sin embargo ineficaces frente a terceros las cláusulas que limiten las facultades representativas de los Administradores, aunque se hallen inscritas en el Registro Mercantil⁵³⁴.

El objeto social delimita las facultades representativas del órgano de administración. Sin embargo, en dicho ámbito se incluyen los actos de ejecución y desarrollo del objeto social, y también los complementarios y neutros⁵³⁵. Como dice la RDGRN de 11 de marzo de 1992⁵³⁶ sólo quedan claramente excluidos los contrarios al objeto social. Esto nos lleva a inferir la ineficacia de la contratación de un SWAP con fines especulativos únicamente en el caso de que la especulación sea claramente contraria a los fines sociales.

Siendo así, podíamos cuestionarnos la aplicación de las reglas de la LSC, en los casos en que los administradores realicen actos ultra vires, es decir actos que excedan de objeto social y supongan una extralimitación de los administradores en el ámbito de

⁵³³ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

⁵³⁴ Aunque en el ámbito interno tengan eficacia tales limitaciones. LANDWELL (Abogados y Asesores fiscales). *Responsabilidad de administradores y directivos*. Navarra: Aranzadi, 2003, p. 115.

⁵³⁵ Vid. MEJÍAS LÓPEZ, Javier. «Competencia de la junta general de sociedades de capital en materia de gestión: relaciones internas y externas». En Diario LA LEY, nº 8608, septiembre de 2015. *“Téngase en cuenta que el ámbito del poder de representación se extiende a los actos de ejecución directa o indirecta del objeto social, sean de gestión ordinaria o extraordinaria, y además a los actos complementarios, instrumentales o auxiliares que guarden coherencia con el objeto social, y los actos neutros o polivalentes siempre que funcionalmente puedan vincularse con la promoción del objeto social a pesar de parecer en principio desconectados. No pueden considerarse incluidos en el ámbito del poder de representación los actos que clara e inequívocamente son contrarios o ajenos al objeto social por carecer de una relación instrumental con la actividad empresarial comprendida en el objeto social estatutario”*. ESTEBAN VELASCO, Gaudencio. «Art. 234. Ámbito del poder de representación». ROJO, FÉRNÁNDEZ RÍO, Ángel José.; BELTRÁN SÁNCHEZ, Emilio M. (coords.). *Comentario de la Ley de Sociedades de capital*. Madrid: Thomson Reuters-Civitas, Madrid, 2011, págs. 1682 a 1688.

⁵³⁶ RJ 1992, 2884.

su poder de representación. Debe desecharse la aplicación de las mismas en los supuestos mencionados, pues la amplitud e inderogabilidad del ámbito de poder de representación de los administradores, se predica exclusivamente de las actuaciones incluidas dentro de su competencia legal que no invadan la de otros órganos ni se tachen de actos prohibidos.

Además, la sociedad queda obligada frente a tercero que obre de buena fe y sin culpa grave, aunque se desprenda de los Estatutos Sociales inscritos en el Registro Mercantil que el acto no está comprendido en el objeto social (art. 234.2 LSC). De ello se desprende, que la posible extralimitación de los administradores en el ejercicio de sus competencias legales, sin perjuicio de las posibles responsabilidades de los administradores por dichas extralimitaciones⁵³⁷, no afectan a la eficacia del swap de tipos de interés estipulado en extralimitación de las mismas, siempre y cuando el tercero obre de buena fe -lo cual se presume por ley ex art. 7 C.c.-, y sin culpa grave⁵³⁸.

Otra caso sería el uso especulativo del swap cuando se realice una negociación por cuenta propia, con habitualidad y ánimo de lucro. De este modo, los arts. 140-144 TRLMV señalan que sólo las entidades mencionadas en dichos preceptos, que hayan incluido en su objeto social la prestación de servicios de inversión y en el plan de actividades comunicado al supervisor, podrán desarrollar dicha actividad⁵³⁹ tras la preceptiva autorización. En lo que al mercado de SWAPs se refiere, si consideramos la Orden de 9 de mayo de 1995 del Ministerio de Economía y Hacienda, que autorizó la realización de permutas de intereses sobre emisiones de Deuda pública en pesetas (hoy en euros), a través de contratos homogéneos celebrados con entidades reconocidas como creadores de mercado (siguiendo la pauta marcada por la Orden 24

⁵³⁷ En el caso de la responsabilidad por daños véase art. 133.1 LSA, 69 LSRL, y 151-157 C. de c. para los administradores de las Comanditarias por acciones. LANDWELL (Abogados y Asesores fiscales). *Responsabilidad...* ob. cit., págs. 165 y ss.

⁵³⁸ Vid. MEJÍAS LÓPEZ, Javier. Competencia...ob. cit.

⁵³⁹ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación...* ob. cit., pág. 666.

de julio de 1991) debemos limitar “la actuación como dealers a las entidades registradas y a las europeas acogidas al principio de reconocimiento mutuo del derecho derivado”⁵⁴⁰.

B) Capacidad requerida a los intermediarios financieros para la contratación del swap

Puesto que la práctica son **las entidades de crédito, las sociedades de inversión**⁵⁴¹ **y las empresas análogas** las que contratan estos derivados, dicha circunstancia ha motivado la reacción del legislador. De este modo, en el caso de que el swap se concierte entre un cliente y una entidad oferente, es de menester constatar que la intermediación profesional sólo puede ser asumida por entidades autorizadas⁵⁴².

Así, de conformidad con el TRLMV (arts. 140-144) sólo las sociedades y agencias de valores, las sociedades gestoras de carteras y las empresas de asesoramiento financiero, que hayan obtenido la preceptiva autorización y se hallen inscritas en los correspondientes registros administrativos, podrán desarrollar con carácter profesional servicios de inversión⁵⁴³.

⁵⁴⁰ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., pág. 227.

⁵⁴¹ Considérese la legislación aplicable: Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre y la Circular de la CNMV 10/2008, de 30 de diciembre de 2008, sobre empresas de asesoramiento financiero.

⁵⁴² URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). *Régimen...*ob. cit., págs. 170 y ss.

⁵⁴³ Sobre el concepto de servicios de inversión vid. art. 5 R.D. 217/2008, de 15 de febrero. Para un estudio de la materia vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria de servicios de*

Corresponde al Ministerio de Economía y Hacienda, a propuesta de la CNMV autorizar la creación de las empresas de inversión, o la transformación de una sociedad en dicha categoría. Obtenida la autorización, y tras la constitución e inscripción en el Registro Mercantil, las empresas de servicios de inversión deberán quedar inscritas en el Registro de la CNMV para ejercer sus actividades. En aras a obtener dicha autorización, es preciso que dicha entidad tenga por objeto social exclusivo la realización de las actividades que sean propias de las empresas de servicios de inversión según el TRLMV y el R.D. 217/2008, de 15 de febrero, revestir la forma de sociedad anónima y un capital mínimo y fondos propios en la cuantía legalmente determinada⁵⁴⁴.

Igualmente, la legislación europea y española reconoce capacidad legal para la prestación de servicios de inversión a las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito), siempre que así se prevea en sus estatutos y cuenten con la autorización pertinente concedida por el Banco de España (art. 145 TRLMV)⁵⁴⁵. En este sentido, de las 207 entidades de depósito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas) registradas en el Banco de España, ninguna tiene restricciones para brindar servicios de inversión.

inversión. Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo. Barcelona: Bosch, 2015, págs. 37-66.

⁵⁴⁴ Vid. art. 15 RD redactado por el apartado cuatro del artículo único del R.D. 358/2015, de 8 de mayo, por el que se modifica el R.D. 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el R.D. 1309/2005, de 4 de noviembre.

⁵⁴⁵ “Las entidades de crédito, aunque no sean empresas de servicios de inversión según esta Ley, podrán realizar habitualmente todos los servicios previstos en los artículos 140 y 141, siempre que su régimen jurídico, sus estatutos y su autorización específica les habiliten para ello”.

La prestación habitual de servicios de inversión (en los términos del art. 8.2 RD 217/2008⁵⁴⁶) por personas no habilitadas, constituye una infracción administrativa muy grave en los términos del art. 278 TRLMV⁵⁴⁷.

Por otro lado, la comercialización de servicios de inversión y la captación de clientes, sólo podrán realizarlas profesionalmente, por sí mismas o a través de los agentes regulados en el artículo 146 del TRLMV, las entidades que estuvieran autorizadas a prestar tales servicios (art. 144.1).

De igual modo, en la prestación de servicios de inversión, las empresas deben satisfacer las obligaciones instituidas por el TRLMV que resulten aplicable según el art. 259 del Código de comercio. De este modo, a tenor del art. 202 TRLMV los prestadores de servicios de inversión, deben seguir las normas de conducta dispuestas en el capítulo I del título VII del TRLMV, los códigos de conducta que se aprueben en su desarrollo, y las normas de sus propios reglamentos internos de conducta. Dicho aspecto será tratado en el Capítulo IV.

Finalmente los arts. 138-145 del TRLMV conciben un marco según el cual son actividades exclusivas de las sociedades de inversión y de las entidades de crédito la negociación por cuenta propia, la recepción y transmisión de órdenes por cuenta de terceros y la ejecución de dichas órdenes por cuenta de terceros, de las permutas financieras, si dichas actividades se ejercen con carácter habitual (art. 144).

Un último aspecto que queremos confrontar es que gracias a la MiFID, se robustece el conocido concepto de pasaporte único⁵⁴⁸ que autoriza a las empresas de inversión o entidades de crédito ofrecer sus servicios en todos y cada uno de los

⁵⁴⁶ Esto es, cuando las actividades vayan acompañadas de actuaciones comerciales, publicitarias o de otro tipo, tendentes a crear relaciones de clientela. Dicha relación de clientela se presume en aquellos con cuenta abierta en la entidad.

⁵⁴⁷ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación...* ob. cit., págs. 38 y 39.

⁵⁴⁸ MALONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press, 2014, p. 352.

estados miembros de la UE, a través de licencia dispensada por el estado de origen de la entidad. Este pasaporte único garantiza que las condiciones de concesión sean las mismas en los estados miembros, hecho que permitirá la creación de un marco regulador para valores mobiliarios europeo y común, que fomentará unos mercados más eficaces, competitivos y dotados de una transparencia mayor.

2. Elementos reales

El objeto del contrato de SWAP de tipos de interés son las prestaciones dinerarias, determinadas o determinables (art. 1273 C.c.) que se intercambian recíprocamente las partes del contrato en función de los índices o tipos previamente pactados⁵⁴⁹.

En el SWAP de intereses tales flujos se refieren a unos intereses predeterminados sobre un nocional que se determina en base a unos módulos prefijados⁵⁵⁰.

⁵⁴⁹ Señala SANZ CABALLERO que *“el elemento real del contrato viene referido a las sumas dinerarias en que se materializan las recíprocas deudas de valor asumidas por ambas partes del contrato. Hay dos obligaciones de pago y no una, como ocurría tratándose de opciones y contratos a plazo, pudiendo ser objeto de compensación cuando así proceda o se hubiera previsto de forma convencional, liquidándose entonces únicamente la diferencia entre ambas deudas y pudiendo constituir esta práctica (...) uno de los supuestos de compensación contractual o, en terminología anglosajona, de netting y particularmente, de los conocidos como acuerdos bilaterales de novación, o en terminología anglosajona, netting by novation”*. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., pág. 504. Apunta al efecto VEGA que *“desde un punto de vista jurídico, debemos manifestar que el objeto son las prestaciones dinerarias que las partes deben hacerse, en cuanto que el flujo de caja es un concepto extrajurídico.”* VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág. 110. Sobre el concepto de flujo de caja vid. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos jurídicos...* ob. cit., pág. 192, nota 408.

⁵⁵⁰ El art. 2 del TRLMV resulta de suma utilidad, no sólo por comprender en el ámbito de la Ley del Mercado de Valores, las permutas financieras o SWAPS de tipos de interés, sino por señalar los distintos objetos sobre los cuales puede recaer este contrato.

Entendemos que es en el modo de concreción de tales prestaciones donde se hallan las múltiples variedades de SWAPs de tipos de interés⁵⁵¹.

Importante resulta la clasificación que se deduce del Reglamento Delegado (UE) 2015/2205 de 6 de agosto de 2015, posteriormente recogida en el Reglamento Delegado (UE) 2016/1178 de 10 de junio, donde a la hora de definir las categorías de derivados extrabursátiles de tipos de interés sujetas a la obligación de compensación, se tiene en cuenta el carácter constante, variable o condicional del importe nocional. Los contratos con un importe nocional constante tienen un importe nocional que no varía a lo largo de la vida del contrato. Los contratos con un importe nocional variable tienen un importe nocional que varía a lo largo de la vida del contrato de manera previsible. Los contratos con un importe nocional condicional tienen un importe nocional que varía a lo largo de la vida del contrato de manera imprevisible. Los importes nomenclales condicionales añaden complejidad a la fijación de precios y la gestión del riesgo conexas a los contratos de derivados extrabursátiles de tipos de interés y, por tanto, a la capacidad de las ECC para compensarlos. Es por ello sólo los contratos que tengan un nocional constante o variable pueden ser objeto de compensación con los requisitos que señalan los Reglamentos citados.

3. Elementos formales

⁵⁵¹ Así en el SWAP de divisas el flujo de dinero se determina en función de dos divisas diferentes, incluyendo ese flujo tanto los intereses como el principal. En los SWAPs de divisas e intereses, las prestaciones conjugan los dos aspectos antedichos. En el SWAP de materias primas, los flujos se determinan a un precio fijo sobre una cantidad nocional de una determinada materia prima, contra un precio variable sobre otra materia prima. Finalmente en el SWAP de índices bursátiles, las contraprestaciones se determinan en base a un índice macroeconómico (normalmente fijo contra variable).

El SWAP de tipos de interés, como contrato mercantil, se inspira en el principio de libertad de forma ex arts. 1255 C.c. y concordantes, y art 51 del C. de c, siendo por tanto un contrato consensual cuya perfección tiene lugar a través del mero consentimiento⁵⁵².

Como premisa diremos que, de forma habitual, la contratación de swaps se desarrolla de forma verbal, por vía telefónica⁵⁵³, confirmándose ulteriormente por fax, télex o correo electrónico. La razón del uso de este medio de comunicación se basa en la propia dinámica del contrato de swap, donde la fluctuación constante de los subyacentes de referencia demanda un presto cierre de las operaciones. Así destaca v.gr. la SAP de Toledo 211/2012 de 9 de julio la *"innecesaridad de forma escrita para la existencia, validez y eficacia del convenio alcanzado"*, de modo que *"... el acuerdo alcanzado verbalmente -en el caso de contratación telefónica, en el momento de la conversación correspondiente- es constitutivo de un contrato definitivo, completo y vinculante por lo que a su contenido se refiere y en la medida en que recaiga sobre la totalidad de los términos y condiciones esenciales de la operación, contratada por la concurrencia de voluntades de las partes"*, y añadiendo que *"... la contratación de instrumentos financieros derivados no es diferente a cualquier otra figura contractual y está sometida al mismo principio. De hecho, es precisamente la vía telefónica la forma habitual de contratación de esta clase de productos; esta clase de contratos se verifican y perfeccionan de forma verbal, utilizando el teléfono como canal habitual de contratación, debido a la inmediatez que precisa el cierre de las operaciones por causa de la constante fluctuación de los precios de los activos de referencia o subyacentes empleados (en nuestro caso, el índice Euribor)"*.

⁵⁵² Así STS 533/2015, de 3 de diciembre de 2015.

⁵⁵³ Siguiendo la pauta marcada por el art. 33.1 del Real Decreto 217/2008 de 15 de febrero sobre Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión, por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003 de 4 de Noviembre de Instituciones Inversión Colectiva.

No obstante, conviene llamar la atención que en la comercialización a distancia de productos financieros, es requisito indispensable que quede constancia de las ofertas y la celebración de los contratos en un soporte duradero⁵⁵⁴. E igualmente “*Será obligatorio que consten por escrito los contratos celebrados con clientes minoristas. Para la prestación del servicio de asesoramiento en materia de inversiones a dichos clientes bastará la constancia escrita o fehaciente de la recomendación personalizada*” (art. 218 TRLMV).

Si bien la forma escrita no se exige como requisito de validez del contrato de SWAP de tipos de interés, cumple en éste una función de carácter instrumental o *ad probationem*, no impidiendo además la emersión progresiva de contratos tipo ante las necesidades particulares de este contrato, que demandan una mayor seguridad jurídica⁵⁵⁵. Es por ello práctica habitual, dada la complejidad de los pactos que se incorporan a los swaps, la documentación a través de un formulario, póliza o escritura pública con la intervención de fedatario público, habida cuenta las ventajas a efectos probatorios.

⁵⁵⁴ Recordemos que conforme al art. 6 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores “*por soporte duradero se entiende todo instrumento que permita al consumidor almacenar la información dirigida personalmente a él, de modo que pueda recuperarla fácilmente durante un período de tiempo adecuado para los fines para los que la información está destinada y que permita la reproducción sin cambios de la información almacenada*”. Sobre el marco legal de la prestación de servicios financieros a distancia véase la Ley 34/2002, de 11 de julio, de Servicios de la Sociedad de la Información y Comercio electrónico, la Ley 59/2003, de Firma Electrónica, la Ley 32/2003, de 3 de noviembre, General de Telecomunicaciones, así como la Ley 56/2007, de 28 de diciembre, de Medidas de Impulso de la Sociedad de la Información. Véase MATEU DE ROS, Rafael. «La ley sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». En *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 49, 2009, págs. 101-123. VIERA GONZÁLEZ, Jorge A. «Comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo et al. *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 146-194.

⁵⁵⁵ Como señala CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO los contratos tipo “agilizan” el cierre de las operaciones, minoran costes de asesoramiento y de redacción de los contratos y, reducen las incertidumbres derivadas de la participación de sujetos de diferentes nacionalidades y de la inexistencia de una terminología uniforme.” CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, Luis. «El contrato de SWAP o permuta financiera». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...ob. cit.*, pág. 435.

El carácter *ad solemnitatem* del contrato, no puede pues sustentarse en las exigencias de registro de las grabaciones y de confirmación escrita ex art. 33 RD 217/2008. Dichas imposiciones tienen carácter *ad probationem* al satisfacer “*la función de permitir la acreditación del consentimiento y del objeto del contrato, esto es, qué fue lo que se contrató. Su ausencia no determina la inexistencia o nulidad del negocio. En todo caso, si existiera alguna duda acerca de lo que fue objeto de contratación, la ausencia de estos registros operaría en perjuicio de la empresa prestadora de servicios de inversión que estaba obligada a llevar estos registros*”⁵⁵⁶.

Debemos subrayar que en el caso de que nos encontremos con una negociación por cuenta propia de swaps por parte de una entidad financiera o de crédito con particulares o clientela minorista, se debe dar satisfacción a una serie de requisitos exigidos en el TRLMV y su normativa de desarrollo, en especial los dimanantes de los arts. 208 a 219 TRLMV, que imponen la necesidad de forma escrita, los arts. 75 y 76 RD 217/2008, de 15 de febrero, arts. 5 a 9 de la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio y el Capítulo III de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre de la CNMV sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo. De este modo, de conformidad con la MiFID (art. 19, desarrollado por el art. 39 Directiva 2006/73/CE), los prestadores de servicios de inversión deben celebrar un contrato básico por escrito (en nuestro caso un contrato marco), que debe integrarse en un registro interno (art. 218 TRLMV), en el que se detallen los derechos y obligaciones de las partes y demás condiciones de prestación del servicio, y que debe mantenerse en la medida que dure la relación con el cliente (art. 32.1 RD 217/2008)⁵⁵⁷. Así, de conformidad con el art. 5.1 de la Orden EHA/1665/2010, se consideran contratos-tipo, los contratos de adhesión que las entidades ofrezcan a sus clientes en la prestación de servicios de inversión, siendo obligatorio su uso para la prestación de servicio de gestión de carteras y de custodia y

⁵⁵⁶ STS 533/2015, de 3 de diciembre de 2015.

⁵⁵⁷ Como excepción, para prestar asesoramiento de inversiones no se exige contrato previo, bastando la constancia por escrito de la recomendación personalizada. Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., pág. 42.

administración de instrumentos financieros (art. 4 Orden EHA/1665/2010). Y puesto que el art. 218 TRLMV exige el registro del contrato en el que se especifiquen los derechos y obligaciones en la prestación de servicios, debemos considerar que el contrato marco ostenta la categoría de contrato-tipo sujeto a lo precisado por la Orden EHA/1665/2010. Al ser el contrato marco un contrato tipo, debe tener el contenido mínimo prescrito en la norma 7ª de la Circular 7/2011. De este modo, los contratos tipo deberán contener las características esenciales de los mismos, estableciendo de forma clara, concreta y fácilmente comprensible por los inversores minoristas lo siguiente: las partes obligadas; el conjunto de obligaciones a que se comprometan las partes; la información que la entidad debe poner a disposición y remitir a los clientes, su periodicidad y forma de transmisión; cuando el servicio conllevara la recepción de incentivos a que se refiere la letra b) del art. 59 del RD 217/2008, descripción del procedimiento para revelar al cliente su existencia, naturaleza y cuantía o, si no es posible, su forma de cálculo, con carácter previo, así como la forma en que el cliente puede solicitar información más detallada; y los conceptos, periodicidad e importes de la retribución, cuando sean menores de los establecidos en el folleto informativo de tarifas. En caso contrario, se hará entrega del citado folleto y se conservará recibí del cliente de que le ha sido entregado; las cláusulas específicas con respecto a la modificación y rescisión por las partes; identificación del sistema de garantía de depósitos o inversiones; el procedimiento para la actualización de la información del cliente sobre sus conocimientos, situación financiera y objetivos de inversión a efectos de la mejor prestación del servicio por parte de la entidad, cuando proceda; y mención de la existencia de un departamento de atención al cliente al que necesariamente habrá que dirigir las quejas o reclamaciones con carácter previo a la reclamación ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

La redacción del contrato marco, se deberá atener al Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarios, así

como a las normas de conducta y requisitos de información establecidos en la normativa del mercados de valores y otras normas que resulten de aplicación, tales como las relativas a la prevención del blanqueo de capitales, comercialización a distancia de servicios financieros destinados a consumidores y similares.

Por lo demás, el contrato marco deberá ponerse a disposición del público a través de la página web de la entidad prestadora del servicio de inversión, y su contenido será controlado por la CNMV quién podrá instar el cese o rectificación en su uso por inadecuación a las previsiones normativas.

Así, en nuestro ordenamiento jurídico, se ha impuesto la forma escrita en la contratación bancaria ex art. 5 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito⁵⁵⁸. Además, en el caso de que una parte sea una entidad de crédito y la otra no, lo normal es que al menos el contrato marco se eleve a escritura pública con los efectos previstos en el art. 572.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil.

Por último, resta señalar que los modelos ISDA ex Estipulación 9 a)⁵⁵⁹, puntualizan que el contrato constituye un único instrumento, rechazando toda eficacia jurídica a las comunicaciones orales o escritas anteriores. Este requisito formal halla su razón de ser en el Derecho histórico. De este modo, en EE.UU., en materia de forma rige el *Statute of Frauds*, que tiene su origen en 1667, cuando el parlamento inglés aprueba el *Act for Prevencion of Frauds and Perjuries*. Dicha norma exigía forma escrita en varios tipos de transacciones y contratos. Si bien en Inglaterra, la mayoría de

⁵⁵⁸ Que sustituye a la ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito. En efecto, los contratos de estos servicios o productos bancarios siempre se formalizarán por escrito o en formato electrónico o en otro soporte duradero.

⁵⁵⁹ A su tenor, “*This Agreement constitutes the entire agreement and understanding of the parties with respect to its subject matter. Each of the parties acknowledges that in entering into this Agreement it has not relied on any oral or written representation, warranty or other assurance (except as provided for or referred to in this Agreement) and waives all rights and remedies which might otherwise be available to it in respect thereof, except that nothing in this Agreement will limit or exclude any liability of a party for fraud*”.

estos requisitos fueron derogados en 1954, por contraste, en la mayoría de los Estados de América, y así en Nueva York, se extendió el ámbito de aplicación del *Statute of Frauds*, deviniendo así aplicable a los derivados⁵⁶⁰. Por tanto dicho estatuto resulta aplicable a los swaps de duración superior a una año que se negocien en el estado de Nueva York, que a la postre son la mayoría, por no decir todos. Por el contrario, la ley inglesa y de los países continentales, no exigen la observancia de forma constitutiva, ni tan siquiera probatoria. Los modelos ISDA, al secundar el sistema norteamericano, requieren que las operaciones singulares de swaps se documenten por escrito y se firmen por los interesados⁵⁶¹.

En el caso de que la “*lex causae*” aplicable al contrato quedase fuera del ámbito del Derecho norteamericano, nos debemos plantear la obligatoriedad de tal estipulación cuando los swaps de tipos de interés se ejecuten en otros países usando el ISDA Master Agreement. Pues bien, si bien la Estipulación 9 a) CMOF, no es más que una cláusula de estilo, podría sin embargo tener por efecto la derogación de las normas dispositivas de hermenéutica de los ordenamientos de derecho civil seleccionados como ley aplicable⁵⁶², en base al art. 11 C.c. En todo caso, siendo el derecho español el derecho aplicable en materia de forma, regirían las normas que hemos expuesto anteriormente, que instruyen el principio de libertad de forma.

3.1. Contrato de swap v. Operaciones de swap

⁵⁶⁰ CLARK, David. *Introduction to the Law of the United States*. La Haya: Kluwer Law International, 2002, pág. 177. Vid. también FRIEDMAN, Lawrence M. *A History of American Law*. Nueva York: Simon and Shuster, 2010, pág. 278.

⁵⁶¹ “Evidentemente, al ser la ISDA un ente privado con sede en los Estados Unidos, tales disposiciones se dirigen a proveer una operativa que evite los problemas derivados del *Statute of Frauds* en cualquier caso, así como a dar una respuesta al problema de la *battle of forms*”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 184. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos*...ob. cit., págs. 118 y ss.

⁵⁶² ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos*...ob. cit., pág. 121.

Tal y como hemos señalado con anterioridad el SWAP de tipos de interés es un contrato, pues se concibe como la conjunción de dos consentimientos con objeto de ser fuente de obligaciones (art.1254, 1258 y 1262 C.c.).

Sin embargo en materia de forma, se hace necesario distinguir entre el contrato de SWAP y las operaciones de SWAP.

Un SWAP puede documentarse bien a través de un contrato normativo, es decir, un contrato estándar que es producto de la reiteración de las prácticas comerciales y que fija los términos de los contratos futuros entre dos partes contratantes, bien a través de un contrato individual que contenga la totalidad de las cláusulas y estipulaciones acordadas entre las partes.

Se bien se dice del SWAP que es un instrumento “poco estandarizado”, por la cantidad de subtipos que integran esta figura, en la medida que intervengan los SWAPS DEALERS O SWAP BROKERS, el contenido de los contratos se articulará siguiendo las pautas marcadas por los contratos marco pertinentes. Así, el 90% de los SWAP se formalizan a través de modelos estandarizados, que normalmente a efectos del Derecho español se documenta en pólizas o escrituras públicas con las ventajas correspondientes a efectos probatorios.

En tal supuesto, debemos distinguir entre el contrato de swap y cada “operación” que se incluya como confirmación en el contrato marco, siendo “operación de derivado” cualquier negocio que se concluya en el contexto de un previo acuerdo normativo. Es por tanto importante recordar que cada confirmación entraña la conclusión no de un nuevo contrato, sino de una nueva operación⁵⁶³.

⁵⁶³ Destaca MUÑOZ PÉREZ que “es importante subrayar que las partes pueden haber firmado el contrato marco y ello no implica que exista obligatoriedad de celebrar operaciones. Lo que realmente define la existencia de una obligación es la celebración de una operación con derivados que se concreta

De este modo, aquellas partes contratantes que hagan uso de un contrato marco, concluirían un único contrato, siendo las operaciones de SWAP los distintos negocios concluidos en el seno de un previo contrato normativo⁵⁶⁴.

Interesa destacar por último que el hecho de que el contrato marco contenga sólo una operación de derivado, no altera su naturaleza como acuerdo de compensación contractual. En este sentido la estipulación segunda del CMOF de 2013 indica que *Las Partes reconocen que la naturaleza de este Contrato Marco es la de un acuerdo de compensación contractual por el que se produce la creación de una única obligación jurídica que se mantendrá a lo largo de su vigencia con independencia de que haya una o varias Operaciones amparadas por el citado Contrato Marco*. El objeto de esta inclusión está en línea con la modificación introducida por la Ley 7/2011, de 11 de abril en el artículo 16 del Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, al efecto de que no se deje de calificar a un contrato de compensación contractual como tal, por el mero hecho de que sólo exista una operación financiera amparada bajo el mismo en el momento de declararse el concurso de una de las partes.

3.2. Los contratos marco

en la confirmación.” MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El contrato marco de operaciones financieras». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...*ob. cit., pág. 341.

⁵⁶⁴ ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...*ob. cit., pág. 105 y ss. Este autor dice que “la diferencia entre contrato y operación de SWAP se basa en el contenido de los contratos marco y de los códigos publicados por la ISDA en los Estados Unidos”. Todo ello se hace con el fin de prevenir liquidaciones individuales en caso de iniciarse un procedimiento concursal. ROSELL Y PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*. 1ª ed. Barcelona: Bosch, 1999 p.119. Véase también DÍAZ RUIZ, Emilio. «Contrato Marco de Operaciones Financieras elaborado por AEB». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 67, julio-septiembre de 1997, pág. 993.

Podemos a modo de concepto definir los contratos marco como contratos estandarizados que incluyen reglas y definiciones comunes aplicables a operaciones de derivados de igual o diversa naturaleza⁵⁶⁵.

Así en las últimas décadas algunas asociaciones y organismos han elaborado numerosos modelos normalizados, que instituyen el acervo normativo de este tipo de contratos.

Destacan entre otros los elaborados en Austria, Suiza, Holanda; el "*Deutscher Rahmenvertrag für Finanztermingeschäfte*" alemán; el acuerdo marco de la "*British Bankers' Association*".

El campo de actuación de estos acuerdos marcos, se amplía de forma considerable en el ámbito internacional.

Entre las iniciativas más populares nos encontramos con las propuestas por la Asociación Internacional del Mercado de Bonos (la "*ISMA*" estadounidense), que ha publicado un acuerdo marco sobre operaciones de recompra⁵⁶⁶; el acuerdo marco de prestamistas de bonos ("*OSLA*"); el Acuerdo Marco Europeo ("*European Master*

⁵⁶⁵ Para un estudio más detallado de la materia véase MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El contrato marco de operaciones financieras». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., págs. 337-365.

⁵⁶⁶ Los famosos "repos";

Agreement") de la Federación Europea de Banca⁵⁶⁷; o el "AFB/BBF *Convention-cadre relative aux opérations de marché à terme*" francés⁵⁶⁸.

En nuestro país destaca el SWAPCEMM, para las permutas financieras nominadas en pesetas y el de la Asociación Española de Banca (AEB), para operaciones financieras en general (CMOF), que sigue las pautas fijadas por el ISDA⁵⁶⁹.

⁵⁶⁷ En 2004 la Federación Bancaria Europea (FBE) publicó una edición revisada del Contrato marco para operaciones financieras. La Orientación BCE/2000/1 se modificó el 11 de marzo de 2005 a fin de reflejar la decisión del BCE de usar el Contrato marco para operaciones financieras de la Federación Bancaria Europea (FBE) (edición de 2004), para las operaciones con garantía y las operaciones con derivados en mercados no organizados que se realicen con activos exteriores de reserva del BCE con entidades de contrapartida que estén constituidas u operen con arreglo a las leyes de ciertos países europeos (entre los que se encuentra España).

⁵⁶⁸ Elaborado por la "Association Française des Banques". Entre las instituciones más importantes que han generado modelos unificados descamos las siguientes: International Swaps and Derivatives Association (ISDA), International Capital Market Association (ICMA), Asociación de Mercados Financieros (AMF), Bankers and Securities Dealers Association of Iceland (BSDAI), Bundesverband der Wertpapierfirmen an den deutschen Börsen e.V. (BWF), Danish Securities Dealers Association (DSDA), Euribor ACI European Commission Working Group, Finnish Association of Securities Dealers (FASD), Futures and Options Association (FOA), London Investment Banking Association (LIBA), Norwegian Securities Dealers Association (NSDA), Swedish Securities Dealers Association (SSDA)...

⁵⁶⁹ La nueva versión del CMOF fue publicada en 2013 a través de la circular n.º 1892 de la AEB de fecha 4 de febrero de 2014, en aras a adaptar la antigua versión al Reglamento EMIR. En España el organismo encargado de la creación de este modelo marco es la Asociación Española de Banca. El "Contrato Marco de Operaciones Financieras" pretende difundirse entre las instituciones financieras españolas para operaciones sujetas a derecho español. Este modelo ha tenido muy en cuenta las pautas de los modelos internacionales como el ISDA, no sólo en cuanto a las definiciones que utiliza sino en su estructura, ya que igualmente se parte de un contrato marco. No obstante, resulta difícil extender la utilización de este modelo cuando alguna de las partes no sea una entidad española. Como señala BUTRAGUEÑO *"el CMOF surge por la necesidad de elaborar un modelo de contrato para documentar las operaciones financieras, ya de por sí complejas, que se adaptan a nuestro ordenamiento jurídico, proporcionando seguridad, eficacia y cierta homogeneidad en su contratación. El objetivo es, además que cuando se contrate entre personas o entidades españolas, no se vean obligados a utilizar modelos de contratos elaborados por instituciones internacionales o de otros países, que se fundamentan, como es natural, en principios distintos de los recogidos en nuestro ordenamiento (...) el contrato, en cuanto a su estructura, consta también, de un documento base no sujeto en principio a variación; un Anexo I, donde las partes puedan negociar y acordar cláusulas específicas entre ellas; un Anexo II de definiciones para la interpretación de las confirmaciones; y las confirmaciones, que no se incluyen en el modelo publicado por la AEB, en las que han de recogerse los términos específicos de cada operación, y cuyo texto concreto será acordado por las partes."* BUTRAGUEÑO ROGRÍGUEZ-BORLADO, Natalia. «El contrato de cobertura de tipos de interés. "Swaps, Caps, Floors y Collars"». MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, Julián (coord.); ALONSO UREBA, Alberto (coord.). *Instituciones del mercado financiero*. Madrid: Sopec, 1999, págs. 1047-1074. El fundamento legal del CMOF recae en el art. 47 RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras. Vid. en este sentido SAP de Asturias de 23 de julio de 2010, fundamento de derecho 3º, de Baleares-Palma de Mallorca de 20 de junio de

Este último ha sido caracterizado “por ser un acuerdo para compensación única de todas las operaciones suscritas con el cliente en caso de vencimiento anticipado, resultando un saldo único que abarca todas las operaciones y que se calcula conforme a sus pactos⁵⁷⁰” cuya finalidad “es la reducción del riesgo de las entidades financieras⁵⁷¹”. Dicho modelo, o su versión simplificada ha sido usado por las entidades financieras en la contratación de swaps de tipos de interés con particulares y pymes en España, poniendo de manifiesto el carácter de servicio de inversión ofertado por las entidades⁵⁷².

Sin embargo el modelo más extendido es el concebido por la Asociación Internacional de Swaps y Derivados norteamericana (la “*International Swaps and Derivatives Association*” o *ISDA*), siendo su mayor contribución tecnológica la de unificar el régimen contractual de los derivados en un contrato marco –*Master Agreement*–, en el cual se erige el régimen general de las operaciones de derivados⁵⁷³.

El principal propósito de ISDA es la creación de un andamiaje contractual, a través del cual se ejecuten las operaciones con derivados. Y es que uno de los mayores logros alcanzados por los operadores de derivados ha sido precisamente la

2011, fundamento de derecho 3º, de Zaragoza de 20 de junio de 2011, fundamento de derecho 5º. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 40.

⁵⁷⁰ SAP de Asturias (secc. 5ª) de 23 de julio de 2010, fundamento de derecho 3º.

⁵⁷¹ SAP Islas Baleares-Palma de Mallorca de 20 de junio de 2011, fundamento de derecho 3º.

⁵⁷² Vid. SÚAREZ RAMÍREZ, Patricia; GABEIRAS VÁZQUEZ, Patricia; GÁMEZ MEJÍAS, Manuel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 201.

⁵⁷³ La última versión de su acuerdo marco fue publicada en 2002 (el ISDA Master Agreement), siendo sus principales aportes la inclusión de las cláusulas *close out* y *set-off* y la incorporación de la fuerza mayor como causa de terminación anticipada del contrato. Véase LORRIO GIL, Andrés. «Los contratos de clearing de derivados OTC». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...*ob. cit., págs. 101-125.

creación de un extenso régimen de Derecho Privado a través de la estandarización de los contratos usados en transacciones OTC⁵⁷⁴.

El llamado "*ISDA Master Agreement*", es un modelo que simplifica de forma cuantitativa la contratación de derivados, reduciendo los costes de la negociación y amparando a las partes a través de la seguridad dimanante de su carácter normalizado⁵⁷⁵. La aportación más notable del *master agreement* radica en la creación de mecanismos que mitigan el riesgo de incumplimiento, y que básicamente se reducen a tres: el close-out netting, las cláusulas de incumplimiento y de terminación anticipada, y las cláusulas que regulan la garantía financiera⁵⁷⁶.

A este modelo se integran un conjunto de documentos adicionales, mediante los cuales se definen cada uno de los términos utilizados en el texto original, bajo el

⁵⁷⁴ Como arguye SÁEZ LACAVE "la complejidad técnica de estas transacciones y su carácter transnacional han disuadido a los estados de entrar a regularlos, y la eficacia del régimen privado puesto en pie ha conseguido transmitir la impresión de que el mercado de derivados podía auto-regularse de manera efectiva.". SÁEZ LACAVE, María Isabel. «Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas». En *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 4, octubre 2013, págs.12-13. PARTNOY por su parte expone que la finalidad principal de la regulación privada ha sido la de mantener el mercado de derivados al margen de la regulación estatal. PARTNOY, Frank. *The shifting contours of global derivatives regulation*. San Diego: U San Diego Law & Econ Research Paper N.º 15, 2001, vol. 22, pp. 421-495. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=281361>. Vid. también ROBERTS, Graham. *Law...ob. cit.* pág. 153 y ss.

⁵⁷⁵ Este modelo es distinto para los contratos internacionales (*Multicurrency Cross-Border Master Agreement*) y los celebrados entre nacionales (*Local Currency-Single Jurisdiction Master Agreement*). "El llamado *ISDA Master Agreement* consiste en un contrato que incorpora lo que se ha dado en llamar «arquitectura modular» esto es, dividido en varios documentos que permiten a las partes añadir o dejar sin efecto, cláusulas del *Master Agreement*". BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit. Véase en este sentido *An Introduction to the Documentation of OTC Derivatives «Ten Themes»*. En ISDA, mayo 2002, pág. 2. Disponible en <http://www.isda.org/educat/pdf/ten-themes.pdf>

⁵⁷⁶ Véase SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit., págs. 13 y ss. Señala BOADO MERALES que "En general, los actores de los mercados financieros coinciden en que uno de los objetivos más importantes de la documentación de las transacciones sobre instrumentos derivados es la reducción del riesgo crediticio de contraparte". BOADO MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit. págs. 13 y 14. ZEPEDA afirma que el Contrato ayuda también a reducir el riesgo legal y operacional. ZEPEDA, Rodrigo. «The ISDA Master Agreement 2012: A Missed Opportunity? ». En 28(8) *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2013, pp.12-28. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2285096>

principio de unidad de causa. Se incorporarán de este modo como anexos al "*ISDA Master Agreement*", las condiciones particulares de contratación oportunas, los actos de confirmación de transacciones⁵⁷⁷, y el conjunto de principios y normas contenidos en las Definiciones del ISDA o "*ISDA Definitions*"⁵⁷⁸.

3.3. Fases de la negociación

Toda negociación de un SWAP si seguimos el modelo ISDA, se desglosaría siguiendo las siguientes fases:

1. Primera fase: **adhesión al "Master Agreement"**⁵⁷⁹, y suscripción del pertinente **acuerdo particular o "Schedule"**, donde se adecuarían las condiciones generales del acuerdo marco a las necesidades concretas de las partes contratantes⁵⁸⁰.

⁵⁷⁷ Pactadas como regla por vía telemática o telefónica.

⁵⁷⁸ Estos documentos se preocupan de definir con exactitud tanto los términos más generales como los supuestos específicos que puedan afectar a las operaciones, ya sean derivados de la implantación del Euro, de la aplicación de tipos de cambio, de la suspensión de la cotización del activo subyacente que haya de determinar el precio de la operación puntual concertada, de los mecanismos previstos para acreditar el incumplimiento de determinadas obligaciones de las partes, o del carácter hábil o inhábil de cada uno de los días del plazo de vigencia del contrato, en la plaza en que la liquidación de la operación haya de efectuarse. Así en la Confirmación o las Condiciones Particulares se suele hacer referencia a otros documentos, y en especial a: Definiciones sobre Derivados sobre Materias Primas de 1993 ("1993 ISDA Commodity Derivatives Definitions"); Definiciones sobre Derivados de Renta Variable (1996 OSDA Equity Derivatives Definitions"); Definiciones sobre Opciones sobre Bonos del Estado ("1997 ISDA Government Bond Option Definitions"); Definiciones sobre Tipos de Cambio y Opciones sobre Divisas de 1998 ("1998 FX and Currency Option Definitions"); Definiciones sobre el Euro ("1998 ISDA Euro Definitions"); Definiciones sobre Derivados de Crédito ("1999 ISDA Credit Derivatives Definitions"); o Definiciones genéricas, en su versión de 2000 ("2000 ISDA Definitions"), que describen determinados términos esenciales en cuanto a fechas, (días hábiles, fecha de negociación, fecha efectiva, fecha de terminación, etc.); cuantías e importes (importe notional; importe fijo; importe flotante, etc.). En <http://noticias.juridicas.com/articulos/50-Derecho%20Mercantil/200209-357710810222521.html>

⁵⁷⁹ Conocer el Master Agreement, permitirá a las partes contratantes determinar las carencias de que adolece, paliándose pues a través del Acuerdo Particular.

⁵⁸⁰ Jurisdicción, manifestaciones y garantías, fórmulas de compensación irrevocable o "netting", definición de las operaciones específicas incluidas, etc.

Estos documentos serían la base del **Acuerdo Marco Especifico**, que regirá las relaciones jurídicas de las partes contratantes. Dentro del marco del **Acuerdo Marco Especifico**, las partes contratantes ultimarían sus operaciones financieras concretas, generalmente, por vía telefónica.

2. La siguiente fase viene marcada por la prueba documental de cada una de las operaciones específicas, generalmente financieras. Esta fase halla un soporte físico a través del **documento de confirmación o "Confirmation Letter"**, donde se fijan las condiciones financieras determinadas del derivado en concreto⁵⁸¹. Así la confirmación entre otros aspectos, describe el índice subyacente que delimitará el valor de la operación, el tipo de pagos y la periodicidad de los mismos. No se trata de actos de ejecución del CMOF, sino de contratos autónomos, cuyo contenido se integra con las condiciones generales del CMOF⁵⁸². Con carácter general, la confirmación está configurada siguiendo la siguiente estructura:

- a) Encabezamiento, que tiene por objeto identificar a las partes intervinientes.
- b) Definiciones, en aras a precisar la operación con rigor, definiendo el índice, la fórmula para calcular las liquidaciones...
- c) Conceptos básicos. Este elemento precisa la fecha de contratación, fecha de comienzo (que suele coincidir con la fecha de contratación), fecha de fijación (o de publicación del índice de referencia), fecha de liquidación, fecha de vencimiento, precio de ejercicio, tipo de referencia, importe nominal, prima...
- d) Sistemas de pagos, elemento de suma transcendencia en la mecánica del swap.
- e) Causas de vencimiento anticipado.

⁵⁸¹ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...* ob. cit., p. 1042.

⁵⁸² ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación...* ob. cit., pág. 671.

Estos tres componentes conforman un único contrato, siendo los dos primeros, definidores de los términos y condiciones jurídicas que regirán las relaciones entre las partes, y el tercero delimitador de los términos económicos de cada operación específica plasmada en la confirmación, la cual es remitida por una de las partes y aceptada por la otra al cierre de la operación. Así en España, la estipulación nº 1 del Contrato Marco de Operaciones Financieras⁵⁸³ de la AEB dice en su tenor que *El presente Contrato Marco y las Operaciones se integran en una relación comercial única entre las Partes, regida por el Contrato Marco*⁵⁸⁴. Las confirmaciones serían pues prueba de las operaciones que pueden ser estipuladas de forma oral o escrita.

Podemos decir al efecto que el contrato marco sería equivalente al documento jurídico general, mientras que la confirmación el documento que contiene las condiciones económico-financieras, y que constituye prueba de la celebración del contrato⁵⁸⁵. Y tal como indicamos anteriormente, cada confirmación supone la conclusión de una nueva operación de SWAP, no de un nuevo contrato de SWAP, siendo dichas operaciones parte de un único contrato.

Las normas de interpretación previstas en la Estipulación 1.ª (1.3) concretan un orden prioritario para solventar inconsistencias entre los tres componentes que lo conforman. En caso de discrepancia entre la parte dispositiva del Contrato Marco y

⁵⁸³ En adelante C.M.O.F.

⁵⁸⁴ En el mismo sentido la Sección 1(c) del Contrato marco ISDA señala: "Acuerdo Único. Todas las Operaciones se celebran sobre la base de que el presente Contrato Marco y todas las Confirmaciones integran un acuerdo único entre las Partes [...] de forma tal que de no ser así, las partes no celebrarían ninguna Operación." En el mismo sentido, la Sección 9(a) del Contrato confirma que: "Totalidad del Acuerdo: El presente Contrato constituye la totalidad del Acuerdo y entendimiento de las partes en relación con la materia del mismo y prevalece sobre todas las comunicaciones verbales y escritas previas en relación con ello."

⁵⁸⁵ "El contrato marco sería así el documento jurídico general, y la confirmación el documento de las condiciones económico-financieras. Si bien, lógicamente, los contratos sobre derivados son consensuales pues se perfeccionan por el consentimiento, y los documentos no son sino una prueba de la celebración del contrato". CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos...* ob. cit., p. 1042.

cualquiera de sus Anexos, prevalecerá lo dispuesto en el Anexo de que se trate. La discrepancia entre anexos se soslaya a favor del Anexo suscrito en último término. En caso de discrepancia entre el Contrato Marco (incluidos sus Anexos) y cualquier Confirmación, prevalecerá lo dispuesto en esta última⁵⁸⁶.

La función del contrato marco, se reconduce no sólo a acopiar las normas que se emplean en todas las transacciones entre las partes contratantes, sino también dotan de una mayor transparencia y homogeneidad la contratación de los derivados financieros, y una mayor garantía y seguridad a los usuarios potenciales de los productos ofrecidos por las entidades de crédito. No obstante, son meros contratos carentes de contenido, en tanto no se suscriban las confirmaciones ulteriores, que en definitiva concretarán los pormenores de la relación entre el cliente y la entidad bancaria con carácter vinculante⁵⁸⁷.

A la luz de estas consideraciones previas debemos considerar los siguientes supuestos: ¿Qué valor tienen los contratos marco?, ¿Cuándo se perfecciona un SWAP? ¿A través de la suscripción del *Master Agreement* o a través de la confirmación del mismo?

Sobre el funcionamiento de estos contratos marco, debemos hacer mención especial al hecho de que la celebración de dichos contratos marco, no significa el nacimiento de obligación contractual, pues dicha obligación surge a raíz del cierre de la operación específica vía telefónica que más tarde queda documentada en la confirmación⁵⁸⁸. ¿Por qué? Pues porque tomando como referencia el modelo ISDA,

⁵⁸⁶ Estipulación 1.ª (1.3).

⁵⁸⁷ BAZ BARRIOS, Sergio. «La problemática de los swaps o contratos de permuta financiera». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 8, 2013, págs. 461-462. LÓPEZ JIMÉNEZ, José Mª. «Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación». En *Boletín Mercantil Sepin*, octubre, 2012, pág. 6

⁵⁸⁸ Sobre los peligros de la introducción de retrasos en las operaciones del mercado por la observancia de forma escrita véase ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., págs.124 y ss.

“*estos modelos solo definen el marco que servirá de regulación a los SWAPs futuros y además queda indefinido el número de tales operaciones, así como su contenido*”⁵⁸⁹. Por todo ello estimamos que no nace obligación al no existir perfección, dado que toda perfección contractual requiere la presencia de todos los elementos necesarios del contrato, incluido el objeto.

Además, es facultad de las partes la utilización de los contratos marco, lo que suscita el problema de especificar el carácter que ostentan. De este modo ¿Qué valor jurídico tienen los contrato marco?

A efectos enunciativos diremos que se han sustentado diversas teorías acerca de la naturaleza de los contratos marco.

La primera defiende la naturaleza de contrato preliminar o precontrato del contrato marco. Esta teoría se encuentra a nuestro juicio ante el escollo según el cual, el conjunto formado por el contrato marco y el Schedule, no entraña la obligación de las partes de celebrar contrato alguno⁵⁹⁰, siendo su objeto definir el marco de regulación de los SWAPs futuros, ignorándose, en caso de que efectivamente se firmen, el número de operaciones, así como su contenido, e impidiendo con ello que pueda calificarse como precontrato⁵⁹¹. Sin embargo si sustentáramos la concepción del precontrato, como la de un contrato que fija el marco del contrato futuro⁵⁹², podríamos entender que

⁵⁸⁹ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., págs. 118 y ss.

⁵⁹⁰ Por el contrato preliminar o precontrato, las partes quedan obligadas a celebrar en un momento posterior un contrato -definitivo- a través de la emisión de una nueva declaración de voluntad. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonio*. Tomo 1. Madrid: Aranzadi, 1996, págs. 310 y ss.

⁵⁹¹ Tal como nos recuerda la STS de 3 de junio de 1998, el precontrato es un auténtico contrato, que exige que en él se halle prefigurada la relación jurídica con todos sus elementos básicos.

⁵⁹² ROCA-SASTRE: Del precontrato surge la obligación de colaborar para establecer el contrato definitivo. CASTRO: Este autor concibe la promesa de contrato como una etapa preparatoria de un iter negocial complejo de formación sucesiva. En la relación contractual se distinguirían dos fases: el precontrato o promesa de contrato, en la que se contiene el contrato proyectado y se crea y atribuye a las partes la

sí nos hallamos ante un precontrato, siendo otra cosa que las partes se hallen obligadas a conminar a la otra a celebrar un contrato, lo que no parece del todo aceptable si consideramos que a través del intercambio de las confirmaciones, el contrato quedará perfecto, siempre y cuando haya consentimiento sobre los términos de la confirmación.

Se proclama por la doctrina que no estamos ante un contrato de adhesión⁵⁹³, caracterizados porque el contenido está predeterminado por una de las partes, y donde los clientes se encuentran con la opción de firmar el contrato o renunciar al bien, pues en la contratación de derivados las partes disponen de total libertad para contratar. Es importante además recordar que los contratos marco suponen un modelo con vocación generalizada de uso, que no ha sido formulado por una de las partes contratantes, y cuyo redactor, no ha buscado favorecer los intereses de una de las partes típicas⁵⁹⁴.

Entendemos que las cláusulas de los contratos marco, con carácter general no pueden concebirse como condiciones generales de la contratación⁵⁹⁵, pero sólo en el supuesto de que el contrato no se articule entre una entidad de crédito y un cliente,

facultad de exigirlo, y la segunda fase que comienza con la exigencia del cumplimiento de la promesa. FERNÁNDEZ-CARVAJAL GONZÁLEZ, Rodrigo. *Reflexiones y variaciones sobre textos de don Federico de Castro*. Murcia: Real Academia de Legislación y Jurisprudencia, 1986. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil. Vol. II*. 6ª ed. Madrid: Tecnos, 1976, p. 72 y ss.

⁵⁹³ En este sentido se manifiestan la SAP Álava (secc. 1ª) núm. 143/2009 de 7 de abril ; la SAP Girona (secc. 1ª) núm. 68/2011 de 18 de febrero ; la SAP Valladolid (secc. 3ª) núm. 199/2011 de 7 de junio y la SAP Barcelona (secc. 1ª) núm. 68/2013 de 12 de febrero, “*todas las cuales se refieren al swap de intereses como un contrato preconfigurado, redactado por el Banco y sin posibilidad de negociar sus cláusulas por la contraparte*”. CABA TENA, Antonio. *El contrato...*ob. cit.

⁵⁹⁴ Véase REDONDO APARICIO, Agustín. *Problemas de aplicación...*ob. cit., págs. 244-251

⁵⁹⁵ Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación. Art. 1 “*Son condiciones generales de la contratación las cláusulas predispuestas cuya incorporación al contrato sea impuesta por una de las partes, con independencia de la autoría material de las mismas, de su apariencia externa, de su extensión y de cualesquiera otras circunstancias, habiendo sido redactadas con la finalidad de ser incorporadas a una pluralidad de contratos*”.

dado que sus disposiciones no se acomodan al concepto que recoge la ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación, y no siempre tienen carácter obligatorio para las partes⁵⁹⁶. No obstante, en caso contrario, esto es, para el caso de swaps de tipos de interés suscritos por entidades de crédito con clientes minoristas, sí resultará aplicable la normativa específica de esta modalidad de contratación, más específicamente la LCGC y el TRLGDCU⁵⁹⁷. En efecto, conviene matizar que en la práctica muchos usuarios se convierten en meros adherentes, al verse compelidos a suscribir un contrato redactado por instituciones ajenas a su control (entidades financieras), existiendo de facto un desequilibrio que trasforma el contrato marco en contrato de adhesión y que compele la aplicación de las normas protectoras de los consumidores⁵⁹⁸. Dicho carácter ha sido repetidamente confirmado en múltiples

⁵⁹⁶ RIVERO ALEMÁN, Santiago. *Crédito, Consumo y Comercio electrónico. Aspectos jurídicos bancarios*. Navarra: Aranzadi, 2002, págs. 132 y ss.

⁵⁹⁷ Vid. SSAP Álava (secc. 1ª) de 7 de abril de 2009 (FD 2º); Alicante (secc. 5ª) de 6 de julio de 2011 (FD 2º); Badajoz (secc. 2ª), de 17 de mayo de 2011 (FD 4º); Burgos (secc. 3ª), de 21 de diciembre de 2011 (FD 4º); Girona (secc. 1ª), de 18 de febrero de 2011 (FD 2ª); León (secc. 2ª), de 8 de noviembre de 2011 (FD 3º) y 14 de diciembre de 2011 (FD 3º); Lugo (secc. 1º), de 8 de febrero de 2011 (FD 2º), de 26 de mayo de 2011 (FD 1º) y de 13 de julio de 2011 (FD 1º); Murcia (secc. 1ª), de 21 de noviembre de 2011 (FD 4º), y de 13 de diciembre de 2011 (FD 3º); Ourense (secc. 1ª), de 1 de diciembre de 2011 (FD 5º); Salamanca (secc. 1ª), de 31 de enero de 2011 (FD 3º), de 17 de octubre de 2011 (FD 4º) y de 13 de diciembre de 2011 (FD 3º); Valladolid (secc. 3ª), de 7 de junio de 2011 (FD 3º); Zamora (secc. 1ª), de 18 de julio de 2011 (FD 2º), y de 22 de septiembre de 2011 (FD 6º). MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 50.

⁵⁹⁸ Así ROSELL I PIEDRAFITA indica que el desequilibrio en que se hallan los usuarios finales comporta, que los contratos tipos se conviertan en auténticos contratos de adhesión. Dice este autor que *“el Schedule puede convertirse en un auténtico contrato de adhesión, en donde se incluyan los pactos de lege utenda y de prorrogatio fori”*. Este mismo autor matiza que *“tampoco se trata de condiciones generales de la contratación, ni de un supuesto de contrato de adhesión, al menos en principio y en relación al negocio intercambiado. Por lo que parece más oportuno considerar englobado el conjunto contrato-marco – Schedule en la categoría de contratos normativos.”* ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., págs. 118-119 y 166 y ss. Sobre la calificación de los modelos ISDA como contratos de adhesión véase VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., págs. 197 y ss.; BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. *La permuta...* ob. cit.; SSAP Álava, Secc. 1.ª, 7 abril 2009; SAP Valladolid, Secc. 3.ª, 7 junio 2011; de la misma Audiencia, Secc. 3.ª, 3 mayo 2012; SAP Barcelona, Secc. 1.ª, 12 febrero 2013.

sentencias entre las que destacan la STS 563/2015⁵⁹⁹, de 15 de octubre, SAP de Valladolid, secc. 3ª, 199/2011, de 7 de junio, SAP de Navarra de 22 de noviembre de 2013, secc. 3ª, núm. 285/2012, SAP de Madrid, secc. 11ª, 342/2014, de 15 de octubre, SAP de Murcia, 335/2015, de 20 de octubre, SAP de Murcia núm. 335/2015, de 20 de octubre o la SAP de Zamora, secc. 1ª, núm. 13/2013, de 25 de enero de 2013, señalando esta última que *“Estamos ante un claro contrato de adhesión con condiciones generales, que cumplen todos y cada uno de los requisitos que para tal calificación exige el art. 1 de la L.C.G., en cuanto que son cláusulas incorporadas a un contrato; son cláusulas predispuestas, es decir, previamente redactadas; impuestas a la parte, que sólo puede tomar la decisión de adherirse o no a las mismas, teniendo por tanto las características de cláusulas no negociadas; de carácter habitual, al tener la finalidad de incorporarse a una pluralidad de contratos, y establecidas por una entidad profesional, la entidad bancaria”*.

Como calificación aplicable con carácter general a todos los supuestos, incluyendo los swaps suscritos con clientes minoristas, estamos en presencia de

⁵⁹⁹ “(...) los contratos y sus clausulados no fueron individualmente negociados, al tratarse de contratos predispuestos por la oferente con vocación de proyectarlos a una generalidad de clientes (contratos de adhesión)”.

contratos normativos⁶⁰⁰, regidos por el principio de unidad negocial (cláusula 1.c) ISDA)⁶⁰¹.

Recordemos que los contratos normativos, son aquellos que tienen como función fijar una reglamentación uniforme, general y abstracta, para que se acomoden a ella quienes en lo sucesivo quieran contratar. Suponen un “*pacto de modo contrahendi*” en los que la obligación que se contrae es la de contratar de cierto modo. Son por tanto, contratos preparatorios, en los términos que hemos precisado anteriormente.

Como colofón sobre la naturaleza jurídica de los contratos marco diremos que, si bien “*la mayor parte de sus cláusulas presentan una naturaleza propiamente normativa, lo cierto es que todas ellas instituyen y regulan una relación de cooperación entre las partes destinada en última instancia a la simplificación y organización de futuras y eventuales actividades de naturaleza eminentemente obligacional (...)*”⁶⁰².

⁶⁰⁰ Como dice DÍEZ-PICAZO “*Un contrato normativo es un contrato que tiene por objeto establecer la disciplina de un contrato eventual y futuro. Los contratos normativos no producen ninguna obligación de concluir el contrato futuro. Con ellos se fija únicamente el contenido de estos futuros contratos, que las partes no están obligadas a concluir, pero que pueden llegar a concluir*”. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil. Vol. I...*ob. cit., págs. 245-247. En idéntico sentido se manifiesta DÍAZ RUIZ, Emilio. *Contratos sobre tipos...*ob. cit., p.1064. VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo María. «Contratos de Financiación». CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos...*ob. cit., pág. 1064. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...*ob. cit., pág. 184. ROSELL I PIEDRAFITA, cree que tal contrato normativo existe para el caso de que las partes hayan pactado que todas las operaciones que en el futuro se realicen sobre cierto derivado, se adecuarán a dicho contrato, pues tal contrato no obliga a prestaciones concretas, sino que establece el marco de las futuras relaciones que tendrá lugar entre las partes en el futuro. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...*ob. cit., pág. 119.

⁶⁰² SORO RUSSELL, Olivier. *Los contratos como fuente de normas: Contratos marco, contratos normativos y contratos de colaboración*. Madrid: Reus, 2014, págs. 307 y ss.

4. Perfección del swap de tipos de interés

La formación de todo contrato se materializa a través de un proceso que transcurre desde los tratos preliminares, hasta el perfeccionamiento del contrato, siendo la oferta y la aceptación base del mismo.

En sede de perfección del swap de tipos de interés, es dable distinguir los supuestos en los que la contratación se verifica a través un Contrato Marco de aquellos otros que no hacen uso de los modelos estandarizados.

Recordemos que la perfección del contrato de swaps de tipos de interés, dada su naturaleza consensual, se produce por el concurso de la oferta y de la aceptación sobre la cosa y la causa que han de constituir el contrato (art. 1262 Cc y 54 C. de c).

La celebración del contrato marco por tanto, no entraña el nacimiento de obligación contractual al no existir perfección, puesto que la perfección contractual exige la presencia de todos los elementos necesarios del contrato, incluido su objeto. Es decir, el contrato marco es un mero contrato carente de contenido, en tanto no se suscriban las confirmaciones ulteriores, que concretarán los pormenores de la relación jurídica entre el cliente y la entidad bancaria. De este modo, la perfección del contrato se origina a la luz del intercambio de las respectivas confirmaciones, siempre y cuando tales confirmaciones contengan los términos esenciales de la operación y aparezcan firmadas por las partes⁶⁰³. Igualmente conviene recordar que cada confirmación suscrita, supone la conclusión de una nueva operación de swap de tipos de interés, pero no de un nuevo contrato de swap, puesto que dichas operaciones son parte de un contrato único⁶⁰⁴. No obstante, la celebración del contrato normativo, integrado por el contrato marco-Schedule, si bien no implica el nacimiento de una operación de SWAP, sí

⁶⁰³ Caso Intershoe v. Bankers Trust Co. de 1991.

⁶⁰⁴ Así estipulación 1ª CMOF, y cláusula 1.c) ISDA.

conlleve en nacimiento de ciertas obligaciones interpartes, entre las cuales se halla la de acreditar la obtención de las autorizaciones necesarias para la práctica de los pagos derivados, ya que por esta vía se garantiza que el contrato es lícito en sus estadios iniciales, si bien a nuestro juicio la calificación definitiva en torno a la licitud del SWAP se da en el momento de la confirmación.

El TS (STS 769/2014, de 12 de enero de 2015) ha venido reconociendo la diferencia existente entre la perfección del contrato y la consumación del mismo a efectos de concretar el “diez aquo” en el ejercicio de la acción de anulación por error de vicio (art. 1301 C.c.) señalando al efecto que “No puede confundirse la consumación del contrato a que hace mención el art. 1301 del Código Civil, con la perfección del mismo. Así lo declara la sentencia de esta Sala núm. 569/2003, de 11 de junio, que mantiene la doctrina de sentencias anteriores, conforme a las cuales la consumación del contrato tiene lugar cuando se produce *«la realización de todas las obligaciones»* (sentencias de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 24 de junio de 1897, 20 de febrero de 1928 y 11 de julio de 1984), *«cuando están completamente cumplidas las prestaciones de ambas partes»* (sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1989) o cuando *«se hayan consumado en la integridad de los vínculos obligacionales que generó»* (sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 5 de mayo de 1983).” Por tanto, la perfección entraña un concurso de voluntades, plasmado en el contrato objeto de la relación negocial, en cuyo instante no se permite apreciar la existencia de error, mientras que la consumación, instante donde se realizan todas las obligaciones, puede comprobarse si se ha producido o no vicio en consentimiento de una de las partes⁶⁰⁵.

⁶⁰⁵ Señala la STS 769/2014, de 12 de enero de 2015 que “No basta la perfección del contrato, es precisa la consumación para que se inicie el plazo de ejercicio de la acción. Se exige con ello una situación en la que se haya alcanzado la definitiva configuración de la situación jurídica resultante del contrato, situación en la que cobran pleno sentido los efectos restitutorios de la declaración de nulidad. Y además, al haberse alcanzado esta definitiva configuración, se posibilita que el contratante legitimado, mostrando una diligencia razonable, pueda haber tenido conocimiento del vicio del consentimiento, lo que no ocurriría con la mera perfección del contrato que se produce por la concurrencia del consentimiento de ambos contratantes”.

Este tipo de contratos suelen iniciarse mediante intercambios telefónicos que ulteriormente se confirman por fax, télex o correo electrónico. En consecuencia, la perfección suele producirse por medios telemáticos con la consiguiente aplicación del art. 54 del C de c. en materia de perfección⁶⁰⁶ y de la Ley 34/2002, de 11 de julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico, que en su art. 23.1 señala que *Los contratos celebrados por vía electrónica producirán todos los efectos previstos por el Ordenamiento, siempre que concurran el consentimiento y los demás requisitos necesarios para su validez*⁶⁰⁷. Dicho consentimiento podrá manifestarse a través de firma electrónica reconocida ex Ley 59/2003⁶⁰⁸, la cual se equipara a la firma manuscrita.

¿Cuándo existe oferta? Desde el momento en que la propuesta contiene puntos bastantes para que el contrato pueda perfeccionarse mediante el simple beneplácito de la persona a la cual va dirigida⁶⁰⁹. En el caso de que no se hubiera precisado la duración de la oferta, entendemos que en virtud de los usos del comercio, el oferente

⁶⁰⁶ Con la consiguiente aplicación de la teoría del conocimiento, pues hay consentimiento desde que el oferente conoce la aceptación y la subsidiaria aplicación de la teoría de la recepción, que vaticina la perfección en el momento de que la aceptación llegue al círculo de intereses del oferente y *“desde que habiéndose remitido al aceptante, no pueda ignorarla, sin faltar a la buena fe.”* En las contrataciones electrónicas consideradas online (señala VEGA VEGA), o más directas, se sigue la teoría de la expedición, en cuanto que el último párrafo del art. citado dispone que *“En los contratos celebrados mediante dispositivos automáticos hay consentimiento desde que se manifiesta la aceptación.”* VEGA VEGA, José Antonio. *Contratos electrónicos y protección de los consumidores*. Madrid: Reus, 2005, págs. 228. Con todo se ha de destacar que los arts. 1262 C.c. y 54 del C. de c. han adquirido idéntica redacción *por mor* de la Disposición Transitoria Cuarta de la Ley 34/2002, 11 julio, de servicios de la sociedad de la información y de comercio electrónico («B.O.E.» 12 julio).

⁶⁰⁷ A tales efectos el TS ha sostenido que si la contratación es telefónica, se ha de entender que es entre presentes (STS de 3 de enero de 1948), mientras que si se realiza por medios telemáticos, se ha de interpretar que es entre ausentes (STS de 30 de julio de 1996). De igual modo, habrá que considerar que existe perfección entre presentes, cuando se utiliza la videoconferencia o el chat por Internet. Véase VEGA VEGA, José Antonio. *Contratos electrónicos...* ob. cit., págs. 227 y ss.

⁶⁰⁸ Ley 59/2003, de 19 de diciembre, de firma electrónica.

⁶⁰⁹ *“Hay oferta cuando la proposición para contratar contiene la indicación de puntos suficientes, numerosos y precisos, para que el contrato pueda perfeccionarse mediante la simple aceptación de la persona a quien va dirigida”*. HILSENRAD, Arthur. *Las obligaciones precontractuales*. Navarra: Analecta ediciones y libros SL, 2006, págs. 43 y 44.

está obligado a no retirarla, antes de finalizar el plazo preciso para que la persona a la cual vaya destinada pueda responder⁶¹⁰. Es por ello que consideramos que la retirada de dicha oferta antes del plazo que los usos fijan, genera la obligación de indemnizar los perjuicios irrogados.

¿Pero qué ocurre en el caso de que los tratos preliminares no culminen en contrato?, o en resumidas cuentas ¿qué efectos produce la ruptura de los tratos preliminares con anterioridad a la perfección? y ¿qué valor tienen los documentos suscritos con anterioridad a la perfección?

A modo de introducción diremos que la libertad contractual no conmina a celebrar el contrato sobre la base del cual consten conversaciones preliminares; sin embargo dicha libertad no puede sustentar que todos los gastos y responsabilidad recaigan sobre la persona que por el momento no se ha comprometido⁶¹¹. Y dado que es indudable que la formación de un contrato de SWAP es ardua y puede tardar en materializarse en meses, la doctrina se pregunta si la ruptura de los tratos preliminares, puede dar lugar o no a responsabilidad⁶¹².

⁶¹⁰ “Según los usos del comercio, quien ha hecho una oferta, está obligado a no retirarla, antes de concluir el plazo necesario, para que la persona a quien va dirigida pueda responder”. HILSENAD, Arthur. *Las obligaciones...* ob. cit., p. 50.

⁶¹¹ HILSENAD, Arthur. *Las obligaciones...* ob. cit., p. 127.

⁶¹² “Debemos partir diciendo que, como regla general, la ruptura de la negociación emprendida no origina responsabilidad jurídica alguna, toda vez que las partes, por el hecho de haber efectuado tratos preliminares, no se obligan a concluir el contrato, puesto que, si así sucediera, esto es, si se impusiera algún tipo de responsabilidad por ruptura o desistimiento unilateral de las tratativas, contaríamos con una clara limitación al principio de libertad contractual, que podría constituir una rémora a la propia dinámica del tráfico jurídico. Sin embargo, otra sería la cuestión si la ruptura operada derivara ya de una ausencia total de intención de contratar por alguno de los intervinientes; ya si dicha intención inicial se acreditara turbia o malévola, al no ser conforme a los dictados de la buena fe; o bien si dicha ruptura se produjera en un estadio tan avanzado de la negociación que hubiera generado racionalmente claras expectativas en la otra parte hasta el punto de defraudar su confianza, supuestos todos ellos que constituirían ejemplos notorios de desistimiento unilateral de las tratativas injustificados, al quedar en entredicho y vulnerado el principio de la buena fe contractual que también ha de regir el ámbito precontractual. Así pues, tales casos podrían ser entendidos como fuente de responsabilidad civil, de la que, evidentemente, emanará la correspondiente obligación de indemnizar los daños causados”. BERNAD MAINAR, Rafael.

La regla general es que la ruptura de los mismos no genera responsabilidad alguna. Sin embargo dicha regla debe matizarse a la luz del principio de buena fe (art. 7 C.c.)⁶¹³.

Los requisitos para exigir responsabilidades por la ruptura de los tratos preliminares se reducen a dos⁶¹⁴: la creación de una situación de confianza sobre la celebración del contrato rota injustificadamente, y la producción de un daño. Y los efectos, se reconducen a la reparación del interés negativo⁶¹⁵, con el correlativo reembolso de los gastos efectuados con motivo de aquellos tratos (pago de asesores, desplazamientos, gastos bancarios....). En el caso del SWAP de tipos de interés, si una parte contratante destina su oferta por ejemplo a un banco, y éste en previsión de los grandes desembolsos que entrañan tales operaciones, concierta las correspondientes operaciones de aseguramiento de capital para el caso de que el contrato no se materialice, difícilmente podría triunfar la pretensión de que la ruptura genere responsabilidad, salvo que se pruebe la culpa o negligencia⁶¹⁶.

¿Qué valor tienen las minutas o apuntes en los cuales se recogen los tratos preliminares? Existen ordenamientos como el suizo, o el alemán que citan expresamente dichas minutas como elemento de interpretación del contrato. Lo mismo podemos extraer de nuestro Ordenamiento Jurídico, habida cuenta que los actos

Responsabilidad ante la ruptura injustificada de los tratos preliminares. En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 747, 2015, págs. 14-15. Véase también AZNAR GINER, Eduardo. *Las negociaciones o tratos preliminares al contrato*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1.ª ed., 2010, 103 págs.

⁶¹³ Como indica el TS en su Sentencia de 14 de diciembre de 2012 los “tratos preliminares” que no desencadenan un contrato, no dan lugar ni a un precontrato, ni a la exigencia de indemnización, salvo que la parte contratante haya incurrido en “mala fe”.

⁶¹⁴ DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil. Vol. II...*ob. cit., págs. 68 y 69.

⁶¹⁵ IHERING. *Oeuvres choisies*. París: 1893, p.1.

⁶¹⁶ HILSENRAD, Arthur. *Las obligaciones...*ob. cit., p. 11.

coetáneos y posteriores (art. 1282 C.c.) y también los anteriores (como dicta el Tribunal Supremo en su Sentencia de 26 de octubre de 1990) son elementos interpretativos del contrato⁶¹⁷.

La aceptación, al igual que la oferta puede manifestarse por vía en forma verbal y por vía telefónica a través de administrador. En esta línea, la STS 533/2015, de 3 de diciembre de 2015, indica que si la contratación del swap se realiza en forma telefónica, esta forma de contratación de productos financieros se encuentra afectada por las exigencias contenidas en el art. 33 RD 217/2008, de 15 de febrero, sobre régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión. No obstante, la exigencia de confirmación escrita que demanda dicho precepto, no puede concebirse *“como un momento concluyente del proceso de perfeccionamiento del contrato”*, siendo su función *ad probationem*, al permitir la acreditación del consentimiento y objeto del contrato. Por consiguiente, su ausencia no entraña la inexistencia o nulidad del contrato, puesto que *“si se exigiera la confirmación escrita para el perfeccionamiento del negocio o como requisito de validez, se estaría concediendo al cliente la facultad de ratificar o denegar la contratación de un producto financiero respecto del que ya prestó su consentimiento, al aceptar la oferta, y en relación a ese momento preciso, que es cuando comienza a producir efectos el contrato. Esto sería equivalente a una facultad de desistimiento, que no cabe en estos casos por la naturaleza del producto objeto de contratación”*.

Recuérdese al respecto, que la ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores, excluye ex art. 10.2 a), la facultad de desistimiento respecto de operaciones como el swap. Por consiguiente *si la contratación a distancia de permutas financieras con consumidores está expresamente excluida del derecho de desistimiento, con mayor razón no cabe otorgar la eficacia del desistimiento a la denegación de la confirmación escrita en el caso de los no consumidores. Ni tampoco cabe configurarlo como el último*

⁶¹⁷ DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos...* ob. cit., págs. 260-261.

eslabón del perfeccionamiento del contrato de adquisición, por la misma razón que no se permite al consumidor desistir de «servicios financieros cuyo precio dependa de fluctuaciones de los mercados financieros que el proveedor no pueda controlar, que pudieran producirse durante el plazo en el transcurso del cual pueda ejercerse el derecho de desistimiento» ex art. 10 Ley 22/2007.

En cuanto al lugar de celebración del contrato⁶¹⁸, para el supuesto de contratación entre ausentes en virtud de lo dispuesto en el art. 54 C. de c. “*se presume celebrado en el lugar en que se hizo la oferta*”. Debemos hacer constar que estas reglas generales para precisar el lugar de celebración del contrato decaen en el supuesto de contratos celebrados con consumidores, ya que al realizarse las ofertas mediante publicidad comercial, y por tanto mediante un contrato de adhesión, “*se presumirán celebrados en el lugar en que éste tenga su residencia habitual*” por aplicación del art. 29.1 de la Ley 34/2002, de 11 de julio.

Por último resta subrayar que los contratos electrónicos entre empresarios o profesionales, en defecto de pacto entre las partes, se presumirán celebrados en el lugar en que esté establecido el prestador de servicios (art. 29.2).

En este punto debemos traer a colación la problemática que origina la aplicabilidad de modelos ISDA a ordenamientos de base distinta a la anglosajona, pues estos modelos distinguen las reglas de celebración de transacciones singulares o su enmienda, del régimen general de las comunicaciones entre las partes y sus efectos. La cláusula 9.b) en orden a celebrar las transacciones singulares exige que se produzca por escrito, por télex, faxes o mensajes electrónicos u otros añadidos por las partes en el *Schedule*. La cláusula 12 se limita a contemplar como únicos medios de

⁶¹⁸ Es crucial determinar el lugar de celebración del contrato, pues en los casos particulares de contratación internacional, donde se haya escogido no determinar la ley aplicable, para dirimir la “*lex causae*” habrá de tenerse en cuenta lo dispuesto en el art. 10.5 C.c., que en último término remite a la ley del lugar de “celebración del contrato”. Se presume que el lugar de celebración del contrato es aquel en que se hizo la oferta, por aplicación tanto del art. 1262 C.c. como del art. 54 del C. de c. VEGA VEGA, José Antonio. *Contratos electrónicos...*ob. cit., pág. 228.

intercambio de notificaciones el télex, el fax, el correo electrónico y la vía epistolar, recogiendo los principios jurisprudenciales anglosajones en materia de perfección entre ausentes. Por ello, a propósito de la vía epistolar se toma en consideración el instante en que el instrumento se entrega; y en el caso de fax y correo electrónico, se exige respuesta del destinatario confirmando la recepción. Desafortunadamente la normativa de la documentación de las operaciones en los modelos ISDA discrepa de los usos habituales del mercado⁶¹⁹.

5. Causa y finalidad del swap de tipos de interés. Relación del contrato con las operaciones jurídicas subyacentes

Lo primero que merece nuestra atención, es el hecho de que la disertación sobre la causa del swap resulta del todo compleja, pues si bien nuestro ordenamiento jurídico tiene carácter causalista⁶²⁰, de un lado, el concepto de causa no ha sido pacífico entre nuestros juriconsultos, y de otro, se alzan voces que impulsan un cambio en pro de una armonización con los ordenamientos jurídicos de nuestros países vecinos⁶²¹, que juzgan innecesaria la presencia de causa como elemento de validez del contrato.

Nos corresponde en este apartado estudiar de un lado, los motivos que impulsan a las partes a celebrar el SWAP de tipos de interés, y de otro la causa.

⁶¹⁹ “*En principio, la celebración del contrato normativo no significa el nacimiento de obligaciones, más allá de las puramente accesorias. Efecto que sí se produce al cerrarse una operación específica, vía telefónica, sobre las cotizaciones emitidas por el dealer por medios telemáticos, y más tarde documentada con una Confirmation*”. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., p.122.

⁶²⁰ De igual modo en el Código civil italiano y francés, la causa, es requisito de validez del contrato.

⁶²¹ Código civil alemán y suizo.

Los SWAPS de tipos de interés pueden tener por finalidad un abanico muy amplio de utilidades⁶²². Subraya en efecto la SAP de Barcelona, secc. 16ª, núm. 207/2014, de 15 de abril que *“La contratación de un swap puede obedecer a una razón especulativa pura (las partes desvinculan la permuta financiera de cualquier otro producto financiero que puedan haber contratado entre ellos) o tener una finalidad de cobertura, en la medida en que con el beneficio que espera obtener el inversor se precave del riesgo de incremento del coste financiero de otra operación crediticia en curso (usualmente, crédito o préstamo a interés variable), o bien reunir ambas finalidades”*. Básicamente el SWAP puede ser usado fundamentalmente para tres fines: arbitrar, especular y cubrirse de ciertos riesgos⁶²³.

Dichos fines económicos se adhieren a los motivos de las partes del contrato, lo que puede suponer que una de las partes pueda concluir el contrato por ejemplo, con fines especulativos mientras la otra parte podría usarlo para cubrirse de ciertos riesgos⁶²⁴. De esto podemos deducir que resulta inexacta en muchos casos la calificación del contrato como especulativo o de cobertura a menos que las partes

⁶²² Sobre este particular vid. ALONSO SOTO, Ricardo. La permuta financiera (Swap) ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas...ob. cit.*, p. 437; SAIZ CEBRECOS, Eugenio. *Los mercados de divisas. Productos financieros derivados*. Madrid. EDESA, 1992.

⁶²³ Interesa destacar la Sentencia nº 197/2014 de AP Barcelona, Sección 14ª, 29 de Mayo de 2014 que indica que *“Los motivos, por los que las empresas acuden al mercado de Swap para realizar operaciones de cobertura de riesgos (Hedging) o de carácter negocial especulativo (Trading) se pueden sintetizar en los siguientes: 1) Cobertura de riesgo de cambio. 2) Cobertura de la volatilidad del tipo de interés. 3) Obtención de un mayor plazo de financiación. 4) Diversificación de la cartera de endeudamiento. 5) Obtención de oportunidades de mercado (Arbitraje). 6) Penetración en mercados inaccesibles; y 7) Como factor de integración económica.”*

⁶²⁴ En este sentido, muy distintas pueden ser las motivaciones de un usuario final y un dealer que haga las veces de usuario final. *“Swap customers, called end users, usually enter into a swap to modify an existing or anticipated risk exposure. Swaps have also been used to establish unhedged positions allowing the end user an additional means with which to speculate on future market movements. (...) Dealers, moreover, may use derivatives in an end-user capacity when they have their own demand for derivatives exposure. Bank dealers, for example, often have a portfolio of interest rate swaps separate from their dealer portfolio to manage the interest rate risk incur in their traditional commercial banking practice.”* KOLB, Robert W. OVERDAHL, James A. *Financial...*p. 11.

tengan en dicho contrato el mismo fin, lo cual no siempre sucede⁶²⁵. Siguiendo dicho razonamiento sostiene la SAP DE Madrid, secc. 10ª, núm. 383/2013, de 9 de octubre de 2013 que *“Como destacan algunas resoluciones de las Audiencias, «La finalidad esencial de la permuta financiera no es la especulación sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida por una empresa o la protección o cobertura contra las fluctuaciones de los mercados financieros» (SSAAPP de Illes Balears, Secc. 3.ª, 284/2012, de 29 de mayo [RA 125/2012; ROJ: SAP IB 1170/2012]; y Secc. 5.ª, 436/2012, de 15 de octubre [RA 326/2012; ROJ: SAP IB 2075/2012]). Y es también lo que se cuidan de precisar las resoluciones que aluden a que «... un contratante se somete al pago resultante de un referencial fijo de interés mientras el otro lo hace a uno variable, se tiñe de cierto carácter aleatorio o especulativo, pero la doctrina rechaza la aplicación del artículo 1799 CC, atendiendo a que la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida por una empresa y su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros y que, como se ha dicho, su causa reside en el sinalagma, recíproco de las prestaciones que obligan a los contratantes...» (SSAAPP de Salamanca, 266/2011, de 21 de junio [RA 680/2010; ROJ: SAP SA 444/2011], 103/2012, de 2 de marzo [RA 451/2011; ROJ: SAP SA 118/2012], 229/2012, de 3 de mayo [RA 633/2011; ROJ: SAP SA 280/2012], 346/2012, de 19 de junio [RA 40/2012; ROJ: SAP SA 370/2012] y 659/2012, de 11 de*

⁶²⁵ ZAMORANO RONDAN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., pág. 221. En efecto, el JWG (Joint Working Group of Standard Setters) explica claramente que distintas empresas pueden tener distintos criterios para manejar sus riesgos. Lo que una empresa puede considerar como una cobertura, otra puede pensar que está asumiendo un riesgo y viceversa. Sin embargo, el elemento más potente del razonamiento resulta concluyente: no es apropiado conceptualmente que se denomine cobertura a una operación que modifique el riesgo de la empresa para pasar de la situación “precio fijo” a la situación “precio variable” y que también se denomine cobertura la operación contraria. En efecto, si una empresa –por ejemplo– tiene un préstamo a tipo fijo y quiere convertirlo en variable con la contratación de la oportuna permuta financiera, estaríamos en una operación de cobertura. Pero también estaríamos en presencia de una operación de cobertura en el caso contrario: una empresa que –por ejemplo– tiene un préstamo a tipo variable puede contratar la apropiada permuta financiera para convertirlo en fijo. No puede concluirse objetivamente en que ambas operaciones mitigan la exposición al riesgo de la empresa. Solo puede aceptarse que las empresas realizan las operaciones que consideran más apropiadas de acuerdo con sus expectativas u objetivos. HERRANZ MARTÍN, Felipe M. (Coordinador); COSTA TODA, Alicia; ZAMORA RAMÍREZ, Constancio; MACHOTA BLAS, María. *Monografías sobre las normas internacionales de información financiera instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura*. Págs. 18 y 19.

diciembre [RA 271/2012; ROJ: SAP SA 893/2012]; de Palencia , 37/2012, de 9 de febrero [RA 21/2012; ROJ: SAP P 49/2012] y 196/2012, de 4 de julio [RA 246/2012; ROJ: SAP P 346/2012]; de Gran Canaria , 425/2012, de 9 de octubre [RA 358/2011; ROJ: SAP GC 2332/2012]; de Madrid, Secc. 8.ª, 6/2013, de 14 de enero [RA 145/2012; ROJ: SAP M 416/2013]; y La Rioja, 64/2013, de 22 de febrero [RA 47/2012; ROJ: SAP LO 76/2013] y 80/2013, de 6 de marzo [RA 91/2012; ROJ: SAP LO 128/2013], entre otras. Otra cosa es que los «IRS» -al igual que otras modalidades de «swap» («Currency swap» -sobre divisas-; «Equity swap» -sobre valores admitidos a negociación en mercados oficiales-; «Commodity swap»-relativos a materias primas-; «Index swap» - sobre índices bursátiles-), por el que las partes se realizarán los mencionados cobros y pagos basándose en la variación del índice de referencia)- pueda servir, asimismo, a un propósito exclusivamente especulativo, orientado a la consecución de beneficios fundados en las diferencia individual y subjetivamente apetecida y prevista en las futuras cotizaciones de los tipos de interés tomados como referencia con base en una determinada posición adoptada en función de una determinada tendencia (alcista o bajista) contraria o sin correspondencia con las expectativas del conjunto del mercado. La actuación con una finalidad especulativa tiene lugar sólo cuando no existen otras operaciones de financiación a las que dispensar una cobertura económica.”

En primer lugar, el SWAP de tipos de interés puede ser utilizado como instrumento de cobertura (*hedging*)⁶²⁶ de los riesgos de oscilación de tipos de interés⁶²⁷.

⁶²⁶ No en vano el 94% de las 500 empresas más grandes del mundo utilizan derivados para gestionar riesgos financieros. Por ejemplo, la permuta de divisas (*foreign exchange swap*) es utilizada por el 88% de estas compañías mientras que el 83% suscribe permutas de tipos de interés (*interest rate swaps*). BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit.

Con dicho propósito se persigue principalmente estabilizar los costes financieros⁶²⁸. No obstante, debemos dar cuenta que la referida finalidad de cobertura se ve malograda, producto primordialmente de las limitaciones pactadas por las partes el contrato de swap⁶²⁹. Si bien la finalidad en la contratación de este derivado era la cobertura frente al incremento de riesgos, neutralizando los efectos del alza de los tipos, se da la circunstancia, de que acaecida una bajada de los mismos, el cliente resulta seriamente perjudicado, sin que la proporcionalidad entre las cantidades pagadas y abonadas en las liquidaciones periódicas del swap se haya preservado. Es por ello, que muchas

⁶²⁷ Sobre esta finalidad vid. SSAP Asturias-Gijón (secc. 7ª) de 24 de mayo de 2011 (FD 4º), Asturias-Oviedo (secc. 3ª) de 23 de julio de 2010 (FD 1º), Burgos (secc. 3ª) de 12 de septiembre de 2011 (FD 3ª), Ourense (secc. 1ª), de 3 de enero de 2012 (FD 3º), Zaragoza (secc. 5ª), de 20 de junio de 2011 (FD 4º y 8º)... MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., págs. 43 y ss. En otras modalidades de swaps puede tener por objeto la protección frente a los riesgos de cotización de las monedas distintas en que se denominan las operaciones crediticias (swap de divisas) o ambos riesgos a un tiempo (swap mixto). Existen otras modalidades de *risk coverage* (crediticia o de incumplimiento, de calificación o rating, de devaluación del crédito subyacente) que, al margen del swap tradicional concebido como modalidad de cobertura del *price or market risk* clásico de los derivados, van consolidándose en el tráfico financiero internacional, como el *credit default swap* o *swap de crédito fallido*, “*modalidad de cobertura donde el sujeto asegurado o cubierto () paga un porcentaje, único o periódico, sobre el valor nominal nocional cubierto al sujeto asegurador o, quien, si se produce el credit event previsto antes de vencer el contrato, ha de pagar por su parte la diferencia entre los valores inicial (o de referencia al celebrarse el swap) y final (o de mercado de la obligación subyacente al darse el evento asegurado); pudiendo las partes compensar las dos prestaciones liquidándolas por diferencias unilateralmente, o abonarlas íntegramente, de modo análogo a como se compensaría una prima de seguro de daños con la indemnización del asegurador en caso de siniestro, supuesto que no se da en estos contratos, pese a la similitud de naturaleza*”. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. Validez y oponibilidad...ob. cit.

⁶²⁸ Así “intercambiándose con la entidad financiera cuotas de tipo de interés referencial a aplicar sobre un importe no real, por eso se llama nocional, de tal forma que en caso de subida del tipo referencial y por ende de incremento del coste financiero de las operaciones de pasivo del cliente, viene cubierto por el abono que efectúa la entidad financiera, y en caso de bajada de tal interés, el cliente debe abonar aquello que no ha devengado en su coste financiero a la entidad con la que contrata; de tal forma que, por tal vía el cliente puede hacer una previsión de estabilidad de sus costes financieros (SAP Valencia, Secc. 9.ª, 5 abril 2011; y SAP Burgos, Secc. 3.ª, 12 septiembre 2011). De ahí que se considera que el objetivo concreto buscado por los clientes en los supuestos enjuiciados, sea la protección frente al riesgo de variaciones alcistas y neutralizar los pagos variables de su financiación ya hacerlos fijos. Lo cierto es que los swaps de tipos de interés tienen una finalidad más de cobertura que especulativa —máxime si se trata de permuta de tipo de interés— (SAP Badajoz, Secc. 2.ª, 17 mayo 2011; SAP Zamora, Secc. 1.ª, 22 septiembre 2011; SAP Zaragoza, Secc. 5.ª, 24 noviembre 2011; SAP Sevilla, Secc. 8.ª, 28 noviembre 2011; SAP Barcelona, Secc. 14.ª, 10 mayo 2012; y SAP Albacete, Secc. 2.ª, 23 octubre 2012.)”. BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. La permuta...ob. cit.

⁶²⁹ Vid. swaps bonificados en el apartado de las clases de swap de tipos de interés.

sentencias han destacado la inadecuación del uso de los swaps con los efectos que pretendía tanto el RD-Ley 2/2003 y la Ley 36/2003⁶³⁰.

Además del uso citado, el SWAP de tipos de interés puede ser utilizado con fines especulativos (*trading*)⁶³¹ a través de la toma de posiciones ante una fluctuación donde hay perspectiva de alcanzar un beneficio⁶³². Por ejemplo, si en un swap de interés la parte que se endeudó a tipo fijo prevé una variación a la baja de los tipos de interés de referencia, puede hacer uso de un SWAP, reestructurando su deuda y endeudándose a tipo variable. En este caso no concurre una operación subyacente que justifique la contratación de un derivado para soslayar los riesgos inherentes a la misma.⁶³³

El SWAP de tipos de interés también puede usarse para beneficiarse de la diferencia de precio de un mismo activo en diferentes mercados, en un momento

⁶³⁰ Vid. SAP de Badajoz (secc. 2ª) de 17 de mayo de 2011 (FD 6º), de 1 de septiembre de 2011 (FD 6º), de Navarra (secc. 1ª) de 11 de julio de 2011 (FD 3º y 4º), Salamanca (secc. 1ª) de 21 de junio de 2011 (FD 2º y 3º), Sevilla (secc. 8ª) de 28 de noviembre de 2011 (FD 3º), Zamora (secc. 1ª) de 22 de septiembre de 2011 (FD 4º), Zaragoza (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 12º), de 24 de noviembre de 2011 (FD 18º)... MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 44.

⁶³¹ “La función de los derivados no se agota con las operaciones de cobertura sino que pueden utilizarse para especular o como instrumentos de arbitraje (*arbitrage*) Así, el uso de los derivados puede tener como fin exclusivo especular con el precio de materias primas, el movimiento de los mercados o las probabilidades de que una determinada entidad incumpla sus obligaciones pecuniarias (*default*) Ello se hace generalmente con futuros u opciones, instrumentos negociados en mercados regulados y por tanto más transparentes. Sin embargo, existen derivados OTC como las permutas de cobertura por incumplimiento de crédito (*credit default swaps*) cuyo uso puede estar relacionado con prácticas especulativas nocivas. La diferencia con las operaciones de cobertura, es que el especulador no busca transferir un riesgo determinado a otra parte sino simplemente obtener un beneficio. Si bien su uso especulativo ha sido criticado severamente, es cierto que esta cuestión no es pacífica pues ha sido defendido por contribuir a la eficiencia de los mercados”. BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit. Sobre la crítica del uso especulativo de los derivados OTC véase SCOUT, Lynn A. «Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC derivatives». En *Duke Law Journal*, Vol: 48:701, 1999, págs. 701-786

⁶³² CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...* ob. cit., p. 1034

⁶³³ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...* ob. cit., p. 1034. Es práctica frecuente que las empresas emitan bonos con la intención de intercambiar las divisas y/o intereses obtenidos con otras empresas.

determinado y bajo las mismas condiciones (arbitrage)⁶³⁴. El SWAP es en este sentido paradigma de las operaciones de arbitraje, al tener por objeto la obtención de un crédito en condiciones más ventajosas, explotando las imperfecciones de los mercados para este objetivo⁶³⁵.

En otras ocasiones el SWAP, persigue sencillamente **soslayar ciertos costes de financiación y transacción inherentes a las operaciones subyacentes**, especialmente en el caso del swap liquidado por diferencias. De este modo, es común a los swaps, el aprovechamiento bilateral de los costes relativos incurridos por los co-contrantes, operadores habituales de dos mercados con diferencias asociadas a la magnitud de dichos costes⁶³⁶.

⁶³⁴ “También llamado especulación espacial, el arbitraje, aprovecha las disfunciones de los mercados, esto es, cuando un mismo activo tiene un precio o valor distinto según el mercado en que se negocia”. BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. Razones...ob. cit.

⁶³⁵ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...*ob. cit., p. 1034. Así v. gracia, el que entra en un SWAP de *commodities*, no busca tanto asegurarse un precio fijo de una materia prima determinada cuanto obtener un precio más bajo del que obtendría en el mercado. De igual forma en un swap de divisas, las partes no buscan tanto asegurar un tipo de cambio, pues hay múltiples formas, sino obtener un tipo de cambio más bajo que el que podrían obtener en sus propios mercados.

⁶³⁶ IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. Validez y oponibilidad...ob. cit.

Todos estos casos ejemplifican los posibles motivos subjetivos que impulsan a las partes a celebrar el contrato de SWAP de tipos de interés⁶³⁷. Motivos que no tienen la categoría de causa (art. 1261.3 C.c.), salvo que fueran elevados a la categoría de tal por las partes contratantes⁶³⁸. Para la sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011, *“puede afirmarse técnicamente la existencia de una causa diferencial atípica y única, que sirve a los fines económicos de gestión del riesgo buscando coberturas, a la especulación sobre la evolución del mercado, o al arbitraje (especulación espacial que aprovecha las disfunciones entre mercados); lo que, además, descarta la eventual objeción de juego del artículo 1798 del Código Civil.”*

Llegados a este punto diremos que la CAUSA del contrato de SWAP de tipos de interés (función económica del negocio) reside en la obtención de financiación en los términos más ventajosos posibles, utilizando para ello, la técnica del arbitraje. Dicho arbitraje y la reestructuración de la deuda que conlleva (al modificarse el tipo de interés –SWAP de interés- de la misma) es lo que delimita el SWAP y de este modo la causa

⁶³⁷ Por lo que a los motivos que impulsan el intercambio financiero se refiere, son innumerables y jurídicamente irrelevantes *“Los swaps, de ordinario, son concertados por empresarios que, por sus relaciones de tráfico habituales, necesitan disponer de financiación recíproca, o de moneda extranjera, sea para realizar operaciones comerciales o financieras de muy diversa índole, sea para concertar préstamos o créditos bilaterales recíprocos si se trata de entidades crediticias. En la mayoría de los supuestos persiguen ambos sencillamente cubrir el quebranto imputable a variaciones adversas de los tipos de interés de los préstamos precruzados, o de otras operaciones comerciales antecedentes, o a sendas perniciosas que siga el tipo de cambio de las divisas en que operan habitualmente. Quienes de este modo actúan recurren al swap como medio para abaratar el coste financiero conjunto de sus posiciones contractuales en operaciones reales o financieras subyacentes, prescindiendo de pagar y cobrar en cada periodo pactado los flujos de fondos que comporta el cumplimiento de los contratos cruzados o de las prestaciones intercambiadas. Para proceder a dicha eliminación las partes celebran un contrato llamado swap de tipos de interés o de cambio”*. IBÁÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. Validez y oponibilidad...ob. cit. Sólo hemos dado un vistazo a los más significativos para de este modo diferenciar los motivos de la causa.

⁶³⁸ *“El Tribunal Supremo reputa causa, junto a la función práctico-social correspondiente al tipo escogido, el móvil, lícito o ilícito, admitido por los dos contratantes si es verdaderamente impulsivo o determinante del consentimiento”*. CLAVERIA GOSÁLBEZ, Luis Humberto. *La causa del contrato*. Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España Bolonia, 1998, p. 99.

del contrato⁶³⁹. No obstante, con carácter abstracto, podemos afirmar que la causa de todos los derivados o función objetiva típica, radica en la gestión de riesgos financieros, independientemente de los motivos internos de las partes contratantes⁶⁴⁰.

Por lo que al swap de tipos de interés se refiere, entendemos que la causa subjetiva para el cliente, radica en la obtención de cobertura frente a las subidas de los tipos de interés⁶⁴¹. De este modo, la inclusión de cláusulas que desvirtúen dicho objetivo, i.e. tipos o comisiones implícitas que hagan que el contrato nazca desnivelado en favor de la entidad de crédito, priva a mi juicio de causa al contrato y admite la consiguiente nulidad de pleno derecho del mismo.

Otra cuestión que queremos destacar es que la causa citada se puede aplicar a todas las modalidades posibles de SWAP al participar de los mismos elementos y ostentar la misma naturaleza jurídica, de modo que las diferencias se aplican a las finalidades subjetivas concretas que a través de los distintos SWAPs se pueden alcanzar. Así por ejemplo, en el SWAP de interés pueden las partes perseguir alterar el endeudamiento, sin novación del préstamo⁶⁴², ni cambio del principal de deuda⁶⁴³,

⁶³⁹ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...* ob. cit., p. 1056.

⁶⁴⁰ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *Negociación...* ob. cit., págs. 665 y 666.

⁶⁴¹ *“Por último, conviene destacar que, aunque el contrato contenga cierto tinte especulativo por jugarse con el diferencial de los intereses que se intercambian, la finalidad del contrato no es en sí la especulación, sino la mejora de la estructura financiera de la deuda asumida y su cobertura frente a las fluctuaciones de los mercados financieros. Su causa reside en el sinalagma recíproco de las prestaciones que obligan a los contratantes”*. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. *La improcedencia...* ob. cit., pág. 233.

⁶⁴² Por ello no compartimos la tesis jurisprudencial que entiende que el hecho de que un cliente contrate una permuta financiera de tipos de interés con objeto de cubrirse de una determinada deuda u operación de pasivo convierte el contrato en una novación o modificación del pacto de intereses (Sentencia de 28 de septiembre de 2009 del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona). Como destacan DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS *“Se puede reconocer esta independencia y autonomía cuando el swap y la operación de pasivo no presentan identidad de partes. La entidad de crédito que concierta el swap no tiene por qué ser la misma entidad que otorga la financiación.”* DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. *Los pagos en las permutas financieras...* ob. cit., págs. 5-10.

cubriéndose al mismo tiempo de las fluctuaciones del tipo de interés correspondiente. Y en el SWAP de divisas al producirse un intercambio de principales pueden las partes cubrirse frente a una fluctuación desfavorable de los tipos de cambio e incluso utilizarse para transformar un préstamo en una divisa en un préstamo en otra divisa.

Una cuestión que ha sido objeto de mucha controversia, es la relativa a las operaciones jurídicas subyacentes en el marco del contrato de SWAP (v.gratia préstamos, compraventa de materias primas, inversiones bursátiles). Lo primero que debemos dilucidar sobre esta materia es si estamos ante un negocio inicial (aquel que tiene su causa en sí mismo) o un negocio ejecutivo (aquel que tiene causa en otros negocios). Esta problemática se plantea en el marco de la práctica contractual del SWAP, pues son las operaciones jurídicas subyacentes las que coadyuvan a la configuración de dicho contrato, y conforman el contenido de las obligaciones contractuales que manan del contrato.

A estos efectos es menester destacar la independencia del SWAP respecto de las posibles operaciones subyacentes que puedan existir⁶⁴⁴. De este modo las vicisitudes que pueda soportar esa operación subyacente no influirán en absoluto en el derivado y viceversa. Dicha independencia es axiomática desde el instante en que se considera que un derivado es plenamente válido aunque no opere como cobertura de negocio alguno, aunque no concorra operación subyacente, como acaece en todos los asuntos de uso de derivados con fines meramente especulativos⁶⁴⁵.

⁶⁴³ La existencia de un endeudamiento previo no es preceptiva, por tanto el concepto de principal se substituye por un término más abstracto para calcular los flujos de caja: el importe nominal. ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...ob. cit.*, pág. 57.

⁶⁴⁴ Vid. CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. *Aspectos legales...ob. cit.*, pág. 188. Señala CREMADES que no se puede hablar de novación modificativa en las obligaciones subyacentes, pues en virtud del swap, las partes no se intercambian recíprocamente los derechos de crédito frente a terceros ni las posiciones deudoras, resultando de dicho contrato el nacimiento de derechos de créditos y obligaciones recíprocos de pago en dinero.

⁶⁴⁵ CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...ob. cit.*, p. págs. 1039-1040.

La independencia es tal que aunque coincidan las partes, los importes, la duración y las condiciones de un swap y una operación de pasivo, los regímenes jurídicos son distintos, lo cual se ve claramente a propósito del régimen de transmisión y amortización anticipada⁶⁴⁶.

A través del SWAP las partes se comprometen recíprocamente al pago, en los momentos liquidacionales pertinentes, de ciertas cantidades resultantes de sustituir dos o más operaciones subyacentes, o bien de las ejecuciones de las obligaciones nacidas de estas. Como regla tales **operaciones son ficticias**, siendo pues soporte del cálculo de las cantidades liquidadas, pues los contratos subyacentes raramente se perfeccionan⁶⁴⁷. Esto determina que las operaciones subyacentes funcionen de forma abstracta respecto del derivado que se use como cobertura en su caso de dicha operación, de modo que las vicisitudes de dichas operaciones subyacentes (por ejemplo se constituye un SWAP de interés sobre un préstamo y posteriormente este no se perfecciona por la razón que sea o es declarado nulo) no influyen en el carácter vinculante del SWAP, pues el SWAP como hemos señalado con anterioridad es un

⁶⁴⁶ Véase al efecto DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. Los pagos en las permutas financieras...ob. cit., págs. 5-10. Destacan que los préstamos y créditos pueden ser fácilmente cedidos por el prestamista o acreditante, mientras que en los swaps, ninguna de las partes ostenta la capacidad de ceder el contrato a un tercero. La cláusula decimoséptima del contrato marco de operaciones financieras establece que «*Las Partes no podrán ceder la totalidad o parte de este Contrato, sin el previo consentimiento por escrito de la otra Parte. No obstante lo anterior, podrán ser cedidos sin necesidad de consentimiento de la otra Parte los derechos a recibir pagos y/ o entregas que cualquiera de las Partes ostente en virtud del Contrato, siempre que no suponga un perjuicio para la otra Parte*», lo que viene a significar que las partes no pueden ceder el contrato o las operaciones, pero sí los derechos de crédito derivados de éstas cuando se han devengado. Además el contrato de préstamo o crédito es normalmente amortizable contra el pago de las comisiones de cancelación, mientras que los swaps «*aceptan pocas modificaciones durante su vida a instancia de sólo una parte.*»

⁶⁴⁷ El Contrato de SWAP permite el diseño de una nueva estrategia financiera a los agentes económicos. De este modo las grandes empresas diversifican la composición de su endeudamiento. En este sentido el swap puede ser considerado como una cartera de contratos a plazo. Nos debe quedar claro además, que el SWAP no conlleva un cambio de la titularidad de la deuda.

contrato principal⁶⁴⁸. Además estas operaciones subyacentes son respecto del SWAP una “*res inter alios acta*”⁶⁴⁹.

⁶⁴⁸ “Es un contrato principal porque si bien en sus orígenes estaba necesariamente conectado a un contrato u operación financiera del cual se derivaba una obligación de pago por parte de una de las partes del contrato de SWAP, en la actualidad se celebran contratos de SWAP independientemente de que exista o no una operación subyacente que puede crearse “ad hoc” una vez que se haya celebrado el contrato de SWAP a modo simplemente de cobertura de riesgo”. DÍAZ RUIZ, Emilio. El contrato de swap...ob. cit., pág.372.

⁶⁴⁹ Por consiguiente “la concertación de un swap puede servir específicamente para evitar al cliente los vaivenes de los tipos de interés y le puede suponer un menor coste de la financiación, pero esta finalidad financiera o económica del contrato de permuta financiera (swap) sobre tipos de interés nada tiene que ver con sus efectos jurídicos. La permuta financiera de tipos de interés es y funciona jurídicamente (y de facto) como un contrato autónomo e independiente de las operaciones de pasivo cuyo riesgo de tipo de interés pueda estar intentando cubrir.” DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. Los pagos en las permutas financieras...ob. cit., págs. 5-10.

IV. OBLIGACIONES DE LAS PARTES DEL SWAP DE TIPOS DE INTERÉS: EXAMEN ESPECIAL DE LAS OBLIGACIONES DE LAS ENTIDADES DE CRÉDITO EN LA COMERCIALIZACIÓN DE SWAPS

El análisis de las obligaciones de las partes debe emprenderse constatando la diferencia existente entre las obligaciones de los usuarios finales, que son las que estudiaremos a continuación y las obligaciones que asumen los intermediarios de este tipo de operaciones, sobre cuyos pormenores dimos cuenta en el capítulo dedicado a las partes del contrato de swap.

De este modo siendo el SWAP un contrato bilateral de intercambio de flujos, las obligaciones de los usuarios finales se compendian en una serie de pagos compensados en las fechas pactadas. Por todo ello *sui generis*, toda permuta de tipos de interés llevará implícita alguna o algunas de las siguientes obligaciones:

1. Transferencia o pago del principal y/o compromiso de transferencia o pago en los momentos pactados y a su vencimiento de dicho principal (swap de divisas).
2. Pago de intereses según los tipos (swap de tipos de interés) del activo subyacente de referencia.
3. Liquidaciones por diferencias sobre los pagos anteriormente nombrados (netting).
4. Gastos, impuestos y comisiones durante la vigencia del contrato.
5. Abono de las compensaciones por vencimiento anticipado en su caso.

En aras a obtener un cumplimiento exacto del contrato de swap, es vital que las obligaciones de las partes queden perfectamente delimitadas tanto en sí mismas como en relación con otros factores que influyen en su cumplimiento⁶⁵⁰.

Es menester pues que las distintas contraprestaciones queden fijadas a priori⁶⁵¹.

1. Obligaciones de las partes en los Swaps de tipos de interés concertados sin la intervención de clientes minoristas

1.1. Obligaciones de pago

La obligación primordial del swap de tipos de interés se reduce al intercambio de dos o más pagos cuyo importe se determina en función de un capital de referencia, y para cuyo cálculo se usan unos parámetros (en nuestro caso tipos de interés) que las partes fijan en las confirmaciones⁶⁵².

El cumplimiento de las obligaciones de pago, en base a su carácter recíproco, no será exigible si una de las partes hubiera incurrido en, o exista respecto a la misma, una causa de vencimiento anticipado (CMOF de la AEB, Est. 3.5.1).

⁶⁵⁰ Nos referimos a factores tales como las fechas de ejecución, la periodicidad de las liquidaciones, o la posición de pagadora fija o variable de cada parte contratante.

⁶⁵¹ Dichas prestaciones son diversas en función del tipo de swap pactado. Así, por ejemplo, en el caso de permuta de divisas, los pagos se verificarán por transferencia del principal de la operación en el instante de perfección de la operación o en las fechas pactadas.

⁶⁵² La obligación fundamental del contrato de swap, se reduce al pago de las cantidades correspondientes, bien de intereses, bien de divisas, de ambos a la vez o del numerario que se deba, atendiendo a la fluctuación de los índices o módulos prefijados.

Del mismo modo, conforme ISDA, es condición previa de la exigibilidad del pago⁶⁵³ que no aparezca ningún evento de incumplimiento o riesgo de evento de incumplimiento, ni se hubiera configurado una fecha de terminación anticipada. Resulta de suma importancia el hecho de que se incluya como condición previa de exigibilidad del pago, el riesgo de un evento de incumplimiento, pues la falta de pago no se erige en evento de incumplimiento sino hasta que se dé la notificación de incumplimiento y el pago no se realice dentro del día hábil siguiente a la recepción de la notificación (cláusula 2 (a) (i)). En tanto que dicho periodo no haya transcurrido no habrá como tal un evento de incumplimiento, pero sí riesgo de tal⁶⁵⁴.

Los diferentes enfoques dados a esta norma (Sección 2 (a) (iii)) por los distintos tribunales a nivel internacional, ha creado cierta incertidumbre en el mercado de derivados OTC, planteándose un debate en torno a dos factores esenciales: ¿la sección 2 (a) (iii) opera en el sentido de suspender las obligaciones de la parte no incumplidora en tanto el evento de incumplimiento subsista, o extingue la obligación por completo? ¿Si tiene esta norma por efecto suspender las obligaciones, tiene la suspensión carácter indefinido, o debe cesar al extinguirse el contrato?

En Australia, *SIMMS and Another v TXU Electricity Ltd and Another*, [2003] NSWSC 1169 (*Enron v TXU*)⁶⁵⁵, la corte confirmó que conforme al Acuerdo ISDA, la

⁶⁵³ “*Condition precedent*” conforme a la cláusula 2 (a) (iii) del acuerdo ISDA.

⁶⁵⁴ JAMES, Simon. *The Law...* ob. cit., págs. 216 y ss. “*Non-payment is not an event of default until notice of non-payment is given and payment is not made within three days (en la actualidad un sólo día) of receipt of that notice. Prima facie, therefore, if one party fails to make a payment but this period has not elapsed, the other party would still be obliged to make a payment which fell due on its part within this grace period. This is not so because a potential event of default is defined as “any event which, with the giving of notice or the lapse of time or both, would constitute an Event of Default. As a result, a non-payment the grace period on which has not yet expired, or, indeed, one in respect of which no notice has been given, is a potential event of default and therefore payment by the non-defaulting party is not due because the condition precedent to payment of that second sum set out in clause 2 (a) (i) has not been fulfilled”.*

⁶⁵⁵ Vid. KALBAUGH, Gary E. «Including Derivatives Providers in Intercreditor Arrangements» (October 1, 2012). En 44, No. 4 *Uniform Commercial Code Law Journal*, Art. 2, 2012. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2550578>.

parte no incumplidora tiene el derecho a no designar una fecha de terminación anticipada y reducirse bajo la sección 2 (a)(iii) a no realizar el pago con un carácter potencialmente indefinido.

En EE.UU., el debate en torno a la aplicabilidad de la sección 2 (a) (iii) se centra en el contexto del US Bankruptcy Code. En *Re Lehman Brothers Holdings, Inc.*⁶⁵⁶ (conocido como caso Metavante), la corte sostuvo que la parte no incumplidora debe decidir si terminar o no el contrato, dentro un tiempo razonable⁶⁵⁷. La suspensión indefinida de las obligaciones bajo la sección equivaldría a una modificación de los derechos contractuales de las partes, siendo ello una contravención del US Bankruptcy Code⁶⁵⁸.

En Reino Unido, *Lomas and others v JFB Firth Rixson, Inc and others* [2012] EWCA Civ 419, confirma que la sección 2 (a) (iii) tiene por objeto proteger a la parte no incumplidora en caso de un incumplimiento o peligro de tal, suspendiendo las obligaciones de pago hasta que el evento originador haya sido subsanado. Pero ¿qué ocurre cuando expira el término de la transacción y el evento sigue sin subsanarse?

⁶⁵⁶ Case No. 08-13555 et seq. (JMP).

⁶⁵⁷ En *Marine Trade SA v Pioneer Freight Futures Co Ltd BVI* [2009] EWHC 2656 (Comm), la corte sostuvo que la consecuencia de un evento de incumplimiento era que la parte “out of the money” no tenía ninguna obligación de pagar el balance neto a la parte incumplidora “in the money” porque el evento de incumplimiento entraña que la obligación de pago no ha surgido. Este punto de vista fue posteriormente confirmado en *Pioneer Freight Futures Ltd v COSCO Bulk Carriers Co Ltd* [2011] EWHC 1692 (Comm). En el caso Metavante (*Re Lehman Bros Holdings Inc*) se llega a la conclusión contraria. Vid. BEALE, Hugh; BRIDGE, Michael et al. *The Law of Security and Title-Based Financing*. Oxford: Oxford University Press, 2012, p. 2414.

⁶⁵⁸ Vid. MARCHETTE, Peter. «The Bankruptcy Court’s Ruling in the Lehman-Metavante Matter. Has the Ticking time Bomb of Enron vs. TXU Exploded or been Defused? » En *Futures & Derivatives Law Report*, Vol. 30, No. 2, February 2010; NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #29. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1568425>. CARRASCO PERERA, Ángel. «Concurso de la contraparte del swap y derecho del acreedor concursal a suspender los pagos debidos por la liquidación periódica del derivado. A propósito de la sentencia de la Court of Appeal, [2012] EWCA Civ 419, Lehmann Brothers Int. Europe, Lomas v. xJFB Firth Rixson Inc». En *Comentarios Jurídicos de Gómez-Acebo & Pombo*, vol. 20, 2012, págs. 53-55.

¿Continúa la suspensión indefinida o la obligación de pago se extingue por completo? La suspensión, afirma la corte inglesa puede ser indefinida, independientemente de la fecha de terminación original de la transacción de swap. Esto supone que la suspensión continúa en vigor hasta que el Evento de incumplimiento sea sanado o la parte no incumplidora decida dar por terminado el contrato.

En nuestro ordenamiento jurídico, considerando el tenor del art. 16 RD-Ley 5/2005, si concebimos la excepción de cumplimiento que contemplan tanto ISDA como el CMOF como «ejecución o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual de las operaciones financieras» llevadas a cabo en el marco del CMOF, consideramos que la solución inglesa, tiene mejor encaje en nuestro contexto jurídico. Conviene con ello recordar que el art. 61.3 LC priva de eficacia a las cláusulas de resolución en el caso de que el supuesto condicionante sea el concurso, aludiendo a la resolución, pero no así a la excepción de incumplimiento. De igual modo, dicho precepto no excluye la eficacia de una cláusula por virtud de la cual el crédito a favor de la masa del concurso no llega a nacer contra el acreedor in bonis, porque el acreedor está en situación de concurso⁶⁵⁹.

A) Modo de cumplimiento

Las partes del contrato de swap tienen la obligación de hacerse pagos recíprocos durante el tiempo de duración del contrato. Es por ello esencial concretar la duración del mismo y las fechas de liquidación de los distintos pagos.

Dichos abonos no se verifican normalmente de forma recíproca, sino que suelen realizarse a través de sistema de *“liquidación por diferencias”*.

⁶⁵⁹ En este sentido CARRASCO PERERA, Ángel. Concurso...ob. cit., pág. 54.

Señala al efecto la Estipulación Quinta del CMOF⁶⁶⁰ que *“Las cantidades a pagar en la misma fecha y en la misma moneda en virtud de una misma Operación, se liquidarán por su saldo, salvo que las Partes acuerden un sistema distinto en el Anexo I o en las correspondientes Confirmaciones, de modo que, si las dos Partes deben hacerse recíprocamente pagos, aquella Parte cuyo importe a pagar sea mayor, quedará obligada a realizar un pago por la cantidad en exceso. Asimismo, las Partes, si así lo establecen en el Anexo I y/o en las correspondientes Confirmaciones, podrán liquidar por su saldo las cantidades a pagar en virtud de dos o más Operaciones con vencimiento en la misma fecha y denominadas en la misma o diferentes monedas. Las Partes reconocen que la liquidación por saldos pactada en la presente Estipulación se acuerda a efectos operativos y de limitación del riesgo de contrapartida y operacional, y que ello no obsta a la consideración del Contrato Marco o las Operaciones como contrato/s sinalagmático/s en el/los que se genera/n obligaciones recíprocas para ambas Partes.”*

Dicho sistema se corresponde técnicamente con el instituto de la compensación, que al no reunir todos los requisitos del art. 1195 C.c., calificaremos como un pacto de compensación contractual⁶⁶¹. Es decir, cuando las partes intercambian sus pagos, y tales pagos coinciden en algunos o todos los plazos, en vez de realizar un pago cada vez, se compensan las cantidades, de modo que la parte deudora entregará el exceso a la contraparte. Esta técnica se conoce con el nombre de *set-off*.

El convenio ISDA también escoge este método de pago por saldos netos conocido como *netting*, cuando la operación está fijada en la misma moneda y

⁶⁶⁰ CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos...* ob. cit., págs. 1065 y ss.

⁶⁶¹ Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, capítulo II, sobre acuerdos de compensación contractual y garantías financieras, redacción dada por Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.

responde a la misma operación (*transaction*)⁶⁶². Se constata con ello el limitado alcance del *payment netting* ex *Section 2 (c)* que requiere para el neteo que las sumas sean abonadas en la misma ficha, en la misma moneda y con respecto a la misma transacción⁶⁶³.

También prevé la posibilidad de compensación de pagos en la misma moneda referida a varias operaciones, cuando deban pagarse en la misma fecha (cláusula 2 (c)). Estos pactos deben constar expresamente en los Anexos o en la Confirmación. En este sentido los acuerdos de compensación global por saldos netos (*netting agreements*) se usan con carácter general no sólo en los sistemas de pagos interbancarios y de liquidación de operaciones bursátiles, sino en operaciones con derivados financieros y divisas. Su estructura se articula normalmente en función de un contrato uniforme y un régimen legal concreto⁶⁶⁴ y la Ley Modelo para la liquidación por saldos netos de la ISDA⁶⁶⁵.

⁶⁶² Recordemos con JAMES el limitado alcance de este tipo de netting contemplado en la sección 2(c) ISDA Master Agreement que exige que las sumas sean pagaderas en la misma fecha, la misma moneda y con respecto a la misma transacción. JAMES, Simon. *The Law...* ob. cit., págs. 219 y ss. Para un estudio del netting a nivel mundial vid. WOOD, Philip R. *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, volume 4*. Londres: Sweet & Maxwell, 2007, 376, p. Como destaca WOOD «*this type of netting is variously called “settlement netting” or “delivery netting” or “payments netting”.*» Por su parte ISDA (Model Netting Act 2006) concibe el netting como una liquidación de pagos presentes o futuros en dinero vinculados a uno o más contratos financieros. Véase además el *Memorandum on the implementation of netting legislation*.

⁶⁶³ JAMES, Simon. *The law...* ob. cit., págs. 219 y ss.

⁶⁶⁴ Así por ejemplo el Acuerdo básico de liquidación por saldos netos de la International Swaps and Derivatives Association (ISDA).

⁶⁶⁵ “Estos arreglos entrañan la liquidación de un saldo neto de las sumas debidas en una misma moneda y en una misma fecha. Suponen también una operación compensatoria (es decir, el pago liberatorio de los créditos recíprocos por el importe de la diferencia entre la suma acreedora mayor y la menor) computada y pagada en un saldo neto (que en su forma más sencilla, facultará para compensar los créditos recíprocos en un supuesto de insolvencia de una parte en dicho acuerdo)”. NACIONES UNIDAS. *Anuario de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional*. Anuario. Volumen XXXII: 2001. Nueva York: United Nations Publications, 2005, pág. 122.

a) Swaps de tipos de interés estandarizados:
obligaciones de compensación y rol de las Cámaras de
Contrapartida Central (CCPs)

Tal como habíamos puesto de relieve en el Capítulo I, a propósito de la clasificación de los swaps de tipos de interés, las permutas financieras de tipos de interés que reúnan los requisitos de estandarización estipulados por ESMA deben ser objeto de compensación a través de Cámaras de Contrapartida Central (CCPs).

De igual modo pusimos de manifiesto, que al intermediar entre las contrapartes, actuando como compradora frente a todo vendedor y como vendedora frente a todo comprador (art. 2 EMIR), asume el riesgo de contraparte, además de netear las operaciones a liquidar.

La figura en virtud de la cual la CCP se interpone entre comprador y vendedor se conoce como novación, consistente en el reemplazo del contrato original entre las contrapartes por uno nuevo de cada uno de ellos con la CCP. Esto es, cada operación o en caso de neteo previo, sus resultantes compensadas, se dividen en dos, pasándose de la relación comprador-vendedor originaria a través del mecanismo de la novación, a dos nuevas relaciones jurídicas entre comprador-CCP y CCP-comprador. A consecuencia de la novación operada, se extinguen las obligaciones bilaterales y recíprocas de las partes en cada operación y se sustituyen por obligaciones frente a las CCP asume el riesgo de incumplimiento de dichas obligaciones. Por tanto se concibe la compensación (*clearing*) como el proceso a través del cual una CCP se interpone entre las partes, asumiendo con ello las obligaciones que cada parte tiene entre sí. Este concepto no debe ser confundido con el de liquidación (*settlement*), operación que se produce tras la compensación y que entraña el término de las obligaciones recíprocas que las partes se deben, mediante el pago de una suma (*cash settlement*)⁶⁶⁶.

⁶⁶⁶ O la entrega de un activo determinado (*physical settlement*)

La compensación central operada por CCPs desempeña el importante rol de reducir la interconectividad, mitigar el riesgo sistémico, incrementar la transparencia y promover la competencia en esos mercados. El riesgo bilateral de exposición crediticia es eliminado. Adicionalmente los participantes del mercado se benefician de los mecanismos de protección en la gestión del riesgo y por incumplimiento de la cámara de compensación. La eliminación del riesgo bilateral de exposición crediticia también transforma la forma de ejecución de los derivados OTC, incrementando la competencia y ofreciendo nuevos recursos de liquidez para los participantes del mercado. La compleja documentación de intercambio bilateral se elimina. Estos factores estimulan la competitividad de los precios, disminuyendo los costes de ejecución para los inversores y aumentando la liquidez global del mercado.

Los swaps de tipos de interés estandarizados en virtud del Reglamento 2015/2205, de 6 de agosto de 2015 son los siguientes:

Permutas de bases

Identificador	Tipo	Indice de referencia	Moneda de liquidación	Vencimiento	Tipo de moneda de liquidación	Opcionalidad	Tipo nocional
A.1.1	De bases	EURIBOR	EUR	28D-50 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
A.1.2.	De bases	LIBOR	GBP	28D-50 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
A.1.3.	De bases	LIBOR	JPY	28D-50 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
A.1.4.	De bases	LIBOR	USD	28D-50 ^a	Moneda única	No	Constante o variable

Permutas financieras de tipos de interés fijo contra variable

Identificador	Tipo	Indice de referencia	Moneda de liquidación	Vencimiento	Tipo de moneda de liquidación	Opcionalidad	Tipo nocional
A.2.1	Fijo contra variable	EURIBOR	EUR	28D-50A	Moneda única	No	Constante o variable
A.2.2.	Fijo contra variable	LIBOR	GBP	28D-50A	Moneda única	No	Constante o variable
A.2.3.	Fijo contra variable	LIBOR	JPY	28D-50A	Moneda única	No	Constante o variable
A.2.4.	Fijo contra variable	LIBOR	USD	28D-50A	Moneda única	No	Constante o variable

Permutas financieras sobre índices a un día (OIS)

Identificador	Tipo	Indice de referencia	Moneda de liquidación	Vencimiento	Tipo de moneda de liquidación	Opcionalidad	Tipo nocional
A.4.1	OIS	EONIA	EUR	7D-3 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
A.4.2.	OIS	FedFunds	USD	7D-3 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
A.4.3	OIS	SONIA	GBP	7D-3 ^a	Moneda única	No	Constante o variable

La efectividad de dicha obligación se rige por los arts. 2 y 3 del Reglamento delegado, que configuran cuatro categorías de entidades y fases para el cumplimiento de la obligación de compensación basada en esas categorías, con ciertas excepciones.

- Categoría 1: para las contrapartes (sean contrapartes financieras no financieras), que a la fecha de entrada en vigor del Reglamento sean miembros compensadores⁶⁶⁷, la obligación de compensación de los nuevos contratos es del 21 de junio de 2016.
- Categoría 2: para las contrapartes financieras⁶⁶⁸ y los fondos alternativos de inversión que no sean contrapartes financieras, en ambos casos por encima del umbral de 8 billones de euros, la fecha de entrada en vigor es el 21 de diciembre de 2016⁶⁶⁹.

⁶⁶⁷ Respecto de al menos una de las categorías de derivados extrabursátiles establecidas en el anexo del presente Reglamento, de al menos una de las ECC reconocidas o autorizadas antes de esa fecha a compensar al menos una de dichas categorías.

⁶⁶⁸ Determinados fondos de inversión alternativos («FIA») no entran en la definición de contrapartes financieras con arreglo al Reglamento (UE) n.º 648/2012, si bien poseen un grado de capacidad operativa en relación con los contratos de derivados extrabursátiles similar al de los FIA comprendidos en dicha definición. Por tanto, los FIA clasificados como contrapartes no financieras deben incluirse en las mismas categorías de contrapartes que los FIA clasificados como contrapartes financieras.

⁶⁶⁹ Categoría 2, que comprenderá las contrapartes no pertenecientes a la categoría 1 que formen parte de un grupo en el que la media agregada a final de mes del importe nocional bruto pendiente de los derivados no compensados de forma centralizada correspondiente a los meses de enero, febrero y marzo de 2016 sea superior a 8 000 millones EUR.

- Categoría 3: para contrapartes financieras y fondos alternativos de inversión que no sean contrapartes financieras por debajo del umbral de los 8 billones de euros, la entrada en vigor se producirá el 21 de junio de 2017.
- Categoría 4: finalmente para las contrapartes no financieras no incluidas en las categorías 1,2 o 3, la entrada en efecto de la obligación de *clearing* se producirá el 21 de diciembre de 2018⁶⁷⁰.

Por su parte de conformidad al Reglamento 2016/1178, de 10 de junio de 2016 las categorías de permutas financieras de tipos de interés estandarizadas se amplían a las siguientes:

Permutas financieras de tipo de interés fijo contra variable

Identificador	Tipo	Indice de referencia	Moneda de liquidación	Vencimiento	Tipo de moneda de liquidación	Opcionalidad	Tipo Ncional
C.1.1	Fijo contra variable	NIBOR	NOK	28D-10 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
C.1.2.	Fijo contra variable	WIBOR	PLN	28D-10 ^a	Moneda única	No	Constante o variable
C.1.3.	Fijo contra variable	STIBOR	SEK	28D-15 ^a	Moneda única	No	Constante o variable

La efectividad de dicha obligación se rige por los arts. 2 y 3 del Reglamento delegado, que configuran al igual que el Reglamento de 6 de agosto de 2015, cuatro categorías de entidades y fases para el cumplimiento de la obligación de compensación basada en esas categorías:

- Categoría 1: la entrada en efecto de la obligación de *clearing* se producirá el 9 de febrero de 2017.
- Categoría 2: la fecha de entrada en vigor es el 9 de agosto de 2017⁶⁷¹.

⁶⁷⁰ El vencimiento residual mínimo se rige por el art. 4 del Reglamento Delegado 2015/2205. En cuanto a las operaciones intragrupo vid. art. 3.2.

- Categoría 3: la entrada en vigor se producirá el 9 de febrero de 2018.
- Categoría 4: la entrada en efecto de la obligación de *clearing* se producirá el 9 de agosto de 2019⁶⁷².

Resta determinar que ambos Reglamento Delegados establecen que cuando un contrato se celebre entre dos contrapartes pertenecientes a diferentes categorías, la fecha a partir de la cual surtirá efecto la obligación de compensación respecto de dicho contrato será la más distante. Además se puntualiza que dentro de las categorías de derivados extrabursátiles de tipos de interés sujetas a la obligación de compensación no deben figurar los contratos celebrados con emisores de bonos garantizados o conjuntos de cobertura para bonos garantizados, siempre que cumplan las condiciones especificadas en el art. 1. Por otro lado, se debe considerar que antes de la entrada en vigor de dichas normas técnicas, las contrapartes no pueden prever si los contratos de derivados extrabursátiles que celebren estarán sujetos a la obligación de compensación en la fecha en que dicha obligación surta efecto. Esta incertidumbre tiene un impacto significativo en la capacidad de los participantes en el mercado para fijar con precisión el precio de los contratos de derivados extrabursátiles que suscriban, dado que los contratos compensados de forma centralizada están sujetos, en materia de garantía real, a un régimen diferente del de los no compensados de forma centralizada. Los derivados extrabursátiles celebrados tras la entrada en vigor de los respectivos Reglamentos y antes de que sea aplicable la obligación de compensación no deben estar sujetos a dicha obligación hasta tanto las contrapartes de los contratos puedan determinar la categoría a la que pertenecen y si les incumbe la obligación de compensación respecto de un contrato determinado, incluidas sus operaciones intragrupo, y hasta tanto puedan aplicar las medidas necesarias para celebrar esos

⁶⁷¹ Categoría 2, que comprenderá las contrapartes no pertenecientes a la categoría 1 que formen parte de un grupo en el que la media agregada a final de mes del importe nocional bruto pendiente de los derivados no compensados de forma centralizada correspondiente a los meses de enero, febrero y marzo de 2016 sea superior a 8 000 millones EUR.

⁶⁷² El vencimiento residual mínimo se rige por el art. 4 del Reglamento. En cuanto a las operaciones intragrupo vid. art. 3.2.

contratos teniendo en cuenta la obligación de compensación. Así pues, a fin de preservar el correcto funcionamiento y la estabilidad del mercado, así como la igualdad de condiciones de competencia entre las contrapartes, procede considerar que dichos contratos no deben estar sujetos a la obligación de compensación, con independencia de su vencimiento residual. En cuanto a los derivados extrabursátiles celebrados tras la notificación a ESMA que sigue a la autorización de una ECC para compensar una determinada categoría de derivados extrabursátiles, pero antes de la fecha a partir de la cual surta efecto la obligación de compensación, no deben estar sujetos a dicha obligación cuando no revistan una importancia significativa a efectos del riesgo sistémico, o cuando someter esos contratos a la obligación de compensación pueda comprometer, de algún modo, la aplicación uniforme y coherente de EMIR.

Por otro lado se discute cuándo el swap de tipo de interés producto de un swaption debe ser objeto de compensación obligatoria. A dichos efectos se impone la compensación obligatoria cuando concurra cualquiera de las siguientes circunstancias:

- El swap y la correspondiente swaption se celebran en o después de la fecha en que la obligación de compensación tenga efecto.
- El swap se celebra en o después de la fecha en la cual la obligación de compensación tenga efecto y la correspondiente swaption se celebra en o después de la fecha en que la obligación de compensación en el último periodo (*frontloading*) empieza a aplicarse y después de la fecha en la que la obligación de compensación tenga efecto.
- El swap y la correspondiente swaption se celebran en o después de la fecha en la cual la obligación de compensación en el último periodo empieza a aplicarse, y el swap tiene un periodo de madurez restante mayor que el vencimiento residual definido en el RTS de la obligación de compensación.

¿Qué entidades quedan sujetas a la obligación de compensación? La obligación

de *clearing* se aplica a los derivados celebrados⁶⁷³:

- Entre entidades financieras⁶⁷⁴,
- Entre una contraparte financiera y no financiera⁶⁷⁵ o dos contrapartes no financieras que en ambos casos cumplan con las condiciones mencionadas en el art. 10, apdo. 1, letra b) de EMIR. Esto es, únicamente será obligatoria la compensación cuando dichas operaciones versen sobre contratos de futuros en los que la posición media a lo largo de 30 días haya superado el umbral establecido en el art. 11 del Reglamento Delegado de la Comisión nº 149/2013 de 19 de diciembre de 2012⁶⁷⁶.
- Entre una entidad financiera o no financiera (cuando exceda del umbral) y una entidad situada en un tercer país o dos entidades situadas en uno o

⁶⁷³ “Es justamente con el fin de conocer el status de las contrapartes que celebran un contrato derivado OTC y por tanto la obligación, en su caso, de compensación, por lo que ISDA recientemente (8 de marzo de 2013) ha publicado el «ISDA 2013 EMIR NFC Representation Protocol» que modificará los acuerdos ISDA con tal propósito. Aquellos que se adhieran a este protocolo, deberán llevar a cabo en cada uno de los contratos derivados que realice una manifestación sobre su condición de contraparte financiera (CF), contraparte no financiera sujeta a la obligación de compensación (CNF+) o contraparte no financiera no sujeta a la obligación de compensación (CNF)”. DÍAZ RUIZ, Emilio; LLUESMA RODRIGO, Pilar. Avances... ob. cit., p. 114.

⁶⁷⁴ Ex art. 2.8. del Reglamento EMIR, son contrapartes financieras: las empresas de servicios de inversión, las entidades de crédito, las compañías de seguros, reaseguros y contraseguros, los OICVM, y sus sociedades de gestión, los fondos de pensiones de empleo y los fondos de inversión alternativa gestionado por GFIA autorizados o registrados.

⁶⁷⁵ Se trata de un concepto residual, siendo entidades no financieras las que no constituyan entidades financieras.

⁶⁷⁶ Calculado como posición media del valor nocional durante 30 días hábiles por categoría de producto, incorporando todas las operaciones del grupo y excluyendo operaciones de cobertura. Los umbrales son los siguientes, en función del tipo de derivado OTC: a) 1.000 millones EUR de valor nocional bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre crédito; b) 1.000 millones EUR de valor nocional bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre renta variable; c) 3.000 millones EUR de valor nocional bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre tipos de interés; d) 3.000 millones EUR de valor nocional bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre divisas; e) 3.000 millones EUR de valor nocional bruto para los contratos de derivados extrabursátiles sobre materias primas y otros contratos de derivados extrabursátiles no especificados en las letras a) a d). Igualmente la Dodd-Frank extiende la obligación de *clearing* a contrapartidas no financieras, con sujeción a determinados requisitos y excepciones. Véase CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. Los nuevos paradigmas...ob. cit., págs. 143-168

más terceros países, cuando hubiesen quedado sujetas a la obligación de compensar de haber estado establecidas en la Unión, en este último caso siempre y cuando el contrato tenga un efecto directo, importante y predecible dentro de la unión, o sea necesario para evitar la elusión de lo dispuesto en EMIR.

La razón de exigir la compensación a contrapartes no financieras, se debe a que su participación resulta tan activa en el mercado de derivados, que su grado de exposición tiene gran importancia sistémica. Por consiguiente, EMIR veta a las entidades financieras, la creación de una sociedad no financiera a través de la cual pueda encauzar sus operaciones sobre OTC, pues en tales supuestos quedaría exenta de la obligación de compensación y liquidación.

Por su parte EE.UU. impone la obligación de compensar los swaps estandarizados (título VII) que tanto la CFTC (con respecto a los swaps en general) como la SEC (con relación de los *security based swaps*) estimen oportunos⁶⁷⁷. Tal y como señalamos, si bien se aspira a que todas las categorías de swaps sean objeto de clearing, actualmente sólo se ha determinado la obligación de clearing de los siguientes swaps: CDS (bajo ciertos índices), y IRS (tanto *vanilla swaps* como *basis swaps*) y OIS en dólares americanos, euros, libras esterlinas y yenes. A 10 de junio de 2016, la CFTC ha propuesto la incorporación de nueve nuevas monedas a la lista de los swaps de

⁶⁷⁷ Comprende la obligación de *clearing* en una cámara de riesgo central de contraparte (Derivatives Clearing Organization) registrada ante la CFTC. Aunque se aspira a que todas las categorías de swaps sean objeto de clearing, actualmente sólo se ha determinado la obligación de clearing de los siguientes swaps: CDS (bajo ciertos índices), y IRS (tanto *vanilla swaps* como *basis swaps*) y OIS en dólares americanos, euros, libras esterlinas y yenes.

Para la CFTC (Commodity Futures Trading Commission) vid. 77 FR 74284, No.240 de 13 de diciembre de 2012: <http://www.cftc.gov/idc/groups/public/@Ifederalregister/documents/file/2012-29211a.pdf>. Por su parte la Securities and Exchange Commission (SEC) vid. 77 FR 41602, No. 135, de 13 de julio de 2012: <http://federalregister.regstoday.com/data/2012/041/FR2012-041602.pdf>

tipos de interés que son actualmente objeto de compensación obligaría⁶⁷⁸, quedando pendiente a fecha de hoy, su aprobación.

En cuanto al ámbito subjetivo debemos hacer mención a ciertas exenciones a la compensación centralizada, como la dispensada a los fondos de pensiones (art. 89 EMIR) en las operaciones con derivados durante un plazo de tres años prorrogable por dos años más (más otro año adicional si fuera necesario)⁶⁷⁹, a contar desde la fecha de entrada en vigor del Reglamento, dados los problemas que supondría para las sociedades gestoras de planes de pensiones la aplicación de dicha obligación⁶⁸⁰. También quedan exentas las operaciones intra-grupo cuando ambas contrapartes estén incorporadas en la UE (art. 3 EMIR)⁶⁸¹, y las concertadas por sujetos institucionales, grupo que incluye los Miembros del Sistema Europeo de Bancos Centrales, el Banco de Pagos Internacionales, bancos multilaterales de desarrollo que se detallan en el anexo VI, parte 1, sección 4.2, de la Directiva 2006/48/CE, Entidades del sector público, siempre y cuando cuenten con regímenes expresos de garantías de sus respectivos gobiernos, el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera y el Mecanismo de Estabilidad Europea (art. 1 EMIR).

⁶⁷⁸ Dólar australiano (AUD), dólar canadiense (CAD), dólar de Hong Kong (HKD), peso mexicano (MXN), dólar de Singapur (SGD), Corona noruega (NOK), Zloty polaco (PLN), Corona sueca (SEK), y el franco suizo (CHF).

⁶⁷⁹ Sobre la opinión de ESMA en torno al esquema de excepción vid. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-184-199_0.pdf

⁶⁸⁰ Los sistemas de planes de pensiones, suelen reducir al mínimo sus reservas de efectivo a fin de maximizar la eficiencia y el rendimiento para sus titulares de pólizas. En consecuencia, exigir a dichas entidades que compensen contratos de derivados extrabursátiles de forma centralizada llevaría a convertir en efectivo una proporción significativa de sus activos al objeto de satisfacer los requisitos de margen vigentes de las ECC. A fin de evitar que este requisito tenga una repercusión negativa en la renta de jubilación de los futuros pensionistas, la obligación de compensación no debe aplicarse a los planes de pensiones mientras las ECC no conciban, para la transferencia de garantías en calidad de márgenes de variación y que no sean en efectivo, una solución técnica adecuada que permita resolver este problema. Ello no obsta para que queden sujetos a los requisitos establecidos en el art. 11 de EMIR.

⁶⁸¹ Se exige que las partes establecidas en la UE hayan notificado por escrito a sus respectivas autoridades competentes, la intención de acogerse a dicha exención con 30 días naturales de antelación al uso de la misma. En todo caso las operaciones intragrupo exentas quedarán sujetas a las técnicas de reducción de riesgos ex art. 11 EMIR.

Por su parte la Dodd-Frank introduce la excepción de aplicación de *clearing* a operaciones realizadas por los *Central Bank*⁶⁸², o con fines de cobertura por *End Users* lo que se traduce en una menor rigidez en el ámbito subjetivo del sistema norteamericano⁶⁸³. De este modo, el swap quedará exento del *clearing*, si una de las partes del swap, es un usuario final que no sea una entidad financiera⁶⁸⁴ y dispone del swap con fines de cobertura de su propio riesgo comercial exigiéndose la notificación (sea a la CFTC o SEC) en la forma establecida. Igualmente con fecha de 1 de abril de 2013, la CFTC estipuló la excepción de compensación para las operaciones inter grupo bajo ciertas condiciones.

Por último queremos destacar, que el incumplimiento de las obligaciones de compensación, conlleva la aplicación de sanciones por parte de los Estados Miembros, que en ningún caso afecta a la validez de los contratos de derivados OTC⁶⁸⁵, ni justificará reclamación alguna por daños y perjuicios (art. 12 EMIR).

b) Swaps de tipos de interés no estandarizados: aplicación de técnicas de mitigación de riesgos

⁶⁸² Que también quedan exentos de la obligación de registro.

⁶⁸³ CHANCE, Clifford. «Regulation of OTC derivatives markets. A comparison of EU and US initiatives». ISDA, septiembre 2012.

⁶⁸⁴ Se entiende por entidad financiera: un swap dealer o un major participant dealer; un commodity pool tal y como se define en la CEA; un fondo privado según definición contenida en la Sección 202(a) de la Investment Advisers Act; un plan ERISA; o una persona dedicada predominantemente a actividades de orden bancario o financiero.

⁶⁸⁵ Como señala el art. 12.3 de EMIR «Ninguna infracción de las disposiciones del presente título afectará a la validez de un contrato de derivados extrabursátiles ni a la posibilidad de que las partes ejecuten los términos de un contrato de derivados extrabursátiles.» Véase opinión de FLORES DOÑA, María de la Sierra. «Transparencia sobre los derivados extrabursátiles». En *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2012, 20 págs.

Con relación a aquellos swaps de tipos de interés⁶⁸⁶ que no cumplan los niveles de estandarización y liquidez previstos, la compensación se verificará bilateralmente exigiéndose la aportación de fórmulas para minorar el riesgo conforme a las normas técnicas publicadas hasta la fecha, sufriendo de lo contrario una penalización en forma de requerimientos extra de capital (art. 11 EMIR). Dichas fórmulas incluyen la necesaria confirmación en el plazo de un día hábil (entre contrapartes financieras y no financieras) ó 2 (para entidades no financieras) de la/s operación/es por medios electrónicos, conciliación de carteras entre contrapartidas con carácter diario-anual, uso de procedimiento acordados de resolución de disputas entre contrapartidas, obligatoriedad de intercambiar colaterales para mitigar el riesgo de contrapartida, valoración diaria del valor de mercado “mark-to-market” de sus posiciones en instrumentos financieros, o si no fuera posible, utilizar un modelo fiable y prudente “mark-to model”⁶⁸⁷...

En torno a las técnicas de mitigación de riesgo, ESAs ha publicado el 8 de marzo de 2016 el borrador final normas técnicas de regulación (RTS), el cual ha sido respaldado con enmiendas por la Comisión en carta a ESAs de 28 de julio de 2016, publicando la versión enmendada del borrador RTS. ESAs dispone de 6 semanas para contestar a las enmiendas de la Comisión. Este RTS cubre las técnicas de mitigación de riesgo relativas al intercambio de colateral para cubrir las exposiciones que surgen de los derivados OTC que no sean compensados de forma centralizada. También especifica los criterios concernientes a las excepciones intragrupo y las definiciones de los impedimentos legales o prácticos para la rápida transferencia de fondos entre contrapartes. La intención que se persigue con la imposición de dichas obligaciones se reconduce al incremento de la seguridad de los mercados de derivados OTC en la UE. Con todo, el RTS contiene las siguientes previsiones:

⁶⁸⁶ Y en general derivados OTC.

⁶⁸⁷ Vid. DÍAZ RUIZ, Emilio; LLUESMA RODRIGO, Pilar. Avances en la Regulación...ob. cit., págs. 118 y ss.

- Para aquellos derivados no compensados a través de una CCP, las contrapartes deben intercambiar los correspondientes márgenes iniciales y de variación. Esta medida pretende reducir el riesgo de crédito de contraparte, mitigar cualquier potencial riesgo sistémico y asegurar coherencia con los estándares internacionales.
- Lista de las garantías elegibles para el intercambio de márgenes, el criterio para asegurar que la garantía está suficientemente diversificada y no sujeto al riesgo de correlación errónea, al igual que los métodos para determinar los recortes de garantía apropiados.
- Dicta los procedimientos operacionales relativos a la documentación, evaluaciones legales de la ejecutividad de los acuerdos y el plazo para el intercambio de *collateral*.
- Procedimientos para las contrapartes y las autoridades competentes relativas a los contratos de derivados intragrupo.

La nueva regulación sobre técnicas de mitigación de riesgos se esperaba que tuviera efectividad en diciembre de 2015, pero su implementación ha sufrido retrasos. Con todo, se espera aplicar los nuevos requisitos de gobernanza a partir de septiembre de 2016, mientras que el margen de variación para transacciones OTC, se espera ser reivindicatorio desde el 1 marzo de 2017 (ó 1 de septiembre de 2016 para entidades cuyo importe teórico agregado a final de mes de derivados no compensados para marzo, abril y mayo de 2016, exceda de 3 millones de euros).

B) Circunstancias de cumplimiento de la obligación de pago

Los pagos deberán verificarse en el lugar pactado⁶⁸⁸, pactándose normalmente la domiciliación bancaria, en cuyo caso los pagos se efectúan por medio de desembolsos con cargo a las cuentas bancarias de las partes contratantes.

Existe el deber de informar por escrito con una antelación de al menos cinco días hábiles previa a la fecha de valor del pago, sobre el cambio de cuenta de recepción del pago o pagos⁶⁸⁹, vinculante, salvo objeción razonable de la otra parte. Téngase en cuenta que si la nueva cuenta estuviera situada en un país diferente a la cuenta originalmente pactada, es necesaria la autorización previa de la otra parte, dadas las consecuencias fiscales que el cambio puede comportar. El incumplimiento de dicho deber, en caso de pago a la cuenta original, determina a nuestro juicio la liberación del deudor ex art. 1164 C.c., sin posibilidad de repetir contra la otra parte, pero con posibilidad de repetir por enriquecimiento sin causa contra el nuevo titular de la cuenta ex arts. 1896 y 1897 C.c.

El acuerdo ISDA, que sirve de guía a nuestro CMOF, exige igualmente que la información en torno el cambio de cuenta se dé con un periodo de antelación de al menos cinco días hábiles locales (sección 2 (b)), a menos que la contraparte brinde notificación oportuna de “objeción razonable” al cambio. Los días hábiles locales a estos efectos son los días hábiles tanto del lugar en que la nueva cuenta esté ubicada, como del domicilio del destinatario de la notificación. No queda claro qué se entiende por notificación “oportuna”, pero parece que debe ser de al menos cinco días hábiles.⁶⁹⁰

⁶⁸⁸ Estipulación 3.3 del CMOF y cláusula 2 (a) (ii) del acuerdo ISDA.

⁶⁸⁹ Señala así la Estipulación cuarta del CMOF que “Cualquiera de las Partes podrá cambiar la/s cuenta/s designada/s para la recepción de el/los pago/s o entrega/s, previa notificación por escrito a la otra Parte, con al menos cinco (5) Días Hábiles de antelación, a la fecha de valor del pago o de la entrega correspondiente, siendo vinculante, salvo objeción razonable de la otra Parte. En caso de que la nueva cuenta a la que una Parte quiera cambiar esté abierta en un país diferente al de la cuenta originalmente pactada será necesaria la autorización previa de la otra Parte.”

⁶⁹⁰ “What is timely is not clear, but it is presumably less than five business days before a payment became due and the payment would then be due at that account only for the obligation to be retrospectively varied by a later notice of objection”. JAMES, Simon. *The law...ob. cit.*, pág. 216.

Tampoco resulta explícito qué se entiende por “objeción razonable” al cambio de cuenta, pero si por ejemplo, la cuenta se ubicase en una jurisdicción donde se dé al pagador un tratamiento fiscal menos favorable, seguramente estemos ante una razón bastante.

De igual modo la sección 10 b) del Acuerdo ISDA instituye que ninguna de las partes pueda cambiar la oficina, lo cual engloba la sede principal, a través de la cual se hagan o reciban los pagos sin consentimiento previo por escrito de la contraparte. La razón de ello estriba en que si dicho cambio fuera factible, ello podría afectar al tratamiento fiscal de los pagos o recepciones⁶⁹¹.

Los pagos se hacen en la moneda pactada⁶⁹² y a la fecha de vencimiento, sin inclusión, si así se establece de forma expresa, de impuestos, cargas o tasas (Sección 2 (d) del acuerdo ISDA)⁶⁹³.

Es posible que la determinación se deje al arbitrio de un tercero, en cuyo caso deviene aplicable el régimen jurídico en materia de arbitraje⁶⁹⁴.

Sobre la estructura de los pagos, usualmente las partes concluyen una operación de endeudamiento y posteriormente intercambian el contenido económico de las deudas respectivas.

⁶⁹¹ JAMES, Simon. *The law...* ob. cit., págs. 219 y ss. Vid. también HARDING, Paul C. *Mastering...* ob. cit. pág. 109. “*Although not stated here, Section 6 (b) (ii) probably overrides this as a party cannot unreasonably refuse consent to a transfer to avoid Section 5 (b) (i)-(iii) Termination Event.*”

⁶⁹² Señala la Disposición tercera del CMOF que “*Los pagos que deban realizarse, se efectuarán en la fecha, lugar y moneda establecidos en la Confirmación correspondiente a cada Operación o, en su defecto, de acuerdo a lo pactado en otros documentos o conforme a la práctica habitual entre las Partes.*” Indica la Disposición octava del CMOF que, en caso de no especificarse, se entenderá que la moneda de la operación es el euro.

⁶⁹³ Es usual que se pacte que el pago ha de ser neto y libre de impuestos, retenciones o deducciones, las cuales serán a cargo de quién realiza el pago.

⁶⁹⁴ Ley 60/2003, de 23 de diciembre de Arbitraje.

La fecha de cumplimiento tiene el carácter de término esencial⁶⁹⁵. Es decir, el retraso equivale al incumplimiento, con la consiguiente resolución y abono de daños y perjuicios ex art. 329 del C. de c., si bien en la práctica los contratos marco no contemplan la resolución automática (es decir el llamado término esencial absoluto). Así la Estipulación 6.1 del CMOF señala que *“Cualquier retraso en los pagos con respecto a la fecha de valor establecida en la Confirmación correspondiente a la Operación de que se trate, o respecto de la fecha de valor que sea Fecha de Pago a los efectos de la Estipulación Decimoquinta, **devengará intereses de demora al Tipo de interés de Demora, sobre la cantidad vencida y no pagada desde la fecha de valor (inclusive) y hasta la fecha en que efectivamente se realice el pago (exclusive)**. Los intereses de demora se pagarán en la misma moneda que la cantidad debida, y se devengarán y capitalizarán diariamente al Tipo de Interés de Demora indicado, a los efectos establecidos en el Artículo 317 del Código de Comercio”*.

En este contexto debemos hacer mención expresa del art. 63 del C. de c. que como excepción a la regla contenida en el art. 1100 C.c. señala que *Los efectos de la morosidad en el cumplimiento de las obligaciones mercantiles comenzarán:*

1. *En los contratos que tuvieran día señalado para su cumplimiento, por voluntad de las partes o por la Ley, **al día siguiente de su vencimiento**.*
2. *En los que no lo tengan, **desde el día en que el acreedor interpelare judicialmente al deudor, o le intimare la protesta de daños y perjuicios hecha contra él ante un Juez, Notario u otro oficial autorizado para admitirla**.*

El incumplimiento de la obligación de pago es causa de vencimiento anticipado, como veremos posteriormente, además de obligar a la parte incumplidora a pagar los

⁶⁹⁵ El plazo será esencial a todos los efectos del Contrato y de las Operaciones contratadas a su amparo, que únicamente serán susceptibles de cancelación o vencimiento anticipado (1) en los términos pactados en este Contrato Marco, (2) en caso de que las Partes así lo hayan convenido expresamente en la correspondiente Confirmación o (3) previo pacto expreso de novación extintiva entre las Partes. (Estip. 3.2 del CMOF).

intereses de mora (Estip. 6.1 CMOF), y daños y perjuicios pertinentes (Estip. 6.2), en el caso de entrega de valores y/o materias primas.

1.2. Obligaciones de comunicación

A través del SWAP, nace también otro tipo de obligaciones, principalmente la obligación de informar a la contraparte de ciertos hechos. Dicha obligación se reduce a ofrecer información recíproca sobre las respectivas situaciones financieras, habida cuenta la importancia que se otorga a la solvencia de las partes contratantes, y de cualquier variación en los términos del contrato, que por supuesto exige el consentimiento mutuo de los contratantes: cambio de domicilio a efectos de confirmaciones y notificaciones (Estip. 20), de cuenta corriente (Estip. 4), de sustitución de los tipos de interés o de cualquier otro parámetro (vid. Estip. 16.4 y 24.3)⁶⁹⁶, de cambio de estatus (Estip. 24.1.2), información a suministrar en caso de conciliación de carteras (Estip. 24.2)...

Producido el incumplimiento de dichas obligaciones, la parte incumplidora dispone de 30 días desde la notificación de la parte *in bonis* para subsanar. Además, si durante este periodo esta situación produjo un daño, debe ser objeto de reparación (art. 1101 y ss. C.c.). La importancia del deber de información es tal que *“la falsedad, incorrección o inexactitud de las declaraciones realizadas por una de las Partes o alguno de sus Garantes, en relación con el Contrato, con cualquier Documento de Garantía y con las propias Partes o su Estatus al que se hace referencia en la Estipulación 24.1”* es causa de vencimiento anticipado (Estip. 9.5)

⁶⁹⁶ “Así como cualquier otra información relacionada con el cálculo de los importes de los pagos y de la cuantía de la cláusula pena”. ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato...* ob. cit., p. 220.

Por otro lado, deben las partes obtener y mantener en vigor las autorizaciones pertinentes para la validez del contrato (Estip. 16.5) y pedir consentimiento para la cesión (Estip. 17) llegado el supuesto, del contrato de SWAP.

1.3. Obligaciones de registro: rol de los Trade Repositories

Uno de los pilares de la reforma del sistema financiero, tal y como se acordó en Pittsburgh (2009) por el G-20, se basa en la obligación de registro, pues un sistema eficaz de recogida y publicación de datos, ayuda a los reguladores financieros a detectar acumulaciones de riesgos y a identificar a las contrapartes que pudieran estar comportándose de manera arriesgada. A la par, un mejor sistema de registro puede disciplinar a los participantes financieros, que pueden ser impulsados a asumir niveles de riesgo menores sabiendo que sus actividades están sujetas a unos requerimientos de divulgación y transparencia más robustos.

En dicha línea, de un lado la Dodd-Frank Act (título VII) establece el deber de comunicar todo contrato de derivado OTC, haya sido o no compensado, a una “swap data repository”⁶⁹⁷. Si ningún SDR estuviera disponible, la comunicación se efectuará al regulador pertinente: sea el CFT o el SEC.

Por su parte EMIR⁶⁹⁸ (art. 9) establece el deber de comunicar a los TR registrados (y si ninguno estuviera disponible, directamente a ESMA), todos los

⁶⁹⁷ SDR. Un SDR se puede definir como la entidad que “recolecta y mantiene información con relación a las transacciones o posiciones, o los términos y condiciones de un swap celebrado por una tercera parte con el objeto de ofrecer una instalación de mantenimiento de registros centralizados de swaps”. Vid Dodd-Frank 721(a) (21). Sobre la función de los SDR vid. RECHTSCHAFFEN, Alan N.; TRICHET, Jean-Claude. *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Evolution After Crisis*. Nueva York: Oxford University Press, 2014, págs. 255 y ss.

⁶⁹⁸ La regulación de EMIR se ve complementada con una serie de Reglamentos de Ejecución y Delegados: Reglamento Delegado (UE) nº 151/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que

contratos de derivados⁶⁹⁹, tanto negociados en mercados regulados⁷⁰⁰ como en mercados OTC, que se hubieran celebrado, así como su modificación o extinción⁷⁰¹. EMIR exige además la notificación del *collateral* asociado con el derivado, lo que viene a ser un requerimiento global único.

La obligación de notificación de contratos de derivados a los TR en la UE, entró en vigor el 12 de febrero de 2014. Quedan afectados, todos los contratos suscritos antes del 16 de agosto de 2012, que sigan en vigor a 12 de febrero de 2014. En dicho supuesto el registro deberá verificarse antes del 13 de mayo de 2014 a un TR. Por su

respecta a las normas técnicas de regulación que especifican los datos que los registros de operaciones habrán de publicar y mantener disponibles y las normas operativas para la agregación y comparación de los datos y el acceso a los mismos; Reglamento Delegado (UE) nº 150/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que atañe a las normas técnicas de regulación que especifican los pormenores de la solicitud de inscripción como registro de operaciones; Reglamento Delegado (UE) nº 148/2013 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación sobre los elementos mínimos de los datos que deben notificarse a los registros de operaciones; Reglamento de Ejecución (UE) nº 1248/2012 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de las solicitudes de inscripción de los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones; Reglamento de Ejecución (UE) nº 1247/2012 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato y la frecuencia de las notificaciones de operaciones a los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones; Reglamento Delegado (UE) nº 1003/2013 de la Comisión, de 12 de julio de 2013, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en relación con las tasas que deben pagar los registros de operaciones a la Autoridad Europea de Valores y Mercados; Reglamento delegado (UE) nº 667/2014 de la Comisión, de 13 de marzo de 2014, por el que se completa el Reglamento (UE) nº 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que respecta a las normas de procedimiento relativas a las sanciones impuestas a los registros de operaciones por la Autoridad Europea de Valores y Mercados, incluidas las normas relativas al derecho de defensa y las disposiciones temporales.

⁶⁹⁹ Vid. FERRARINI, Guido A.; SAGUATO, Paolo. *Regulating...ob. cit.*, págs. 25 y ss.

⁷⁰⁰ ETD (Exchange Traded Derivatives).

⁷⁰¹ Se prevé igualmente la identificación de derivados mediante la creación de un identificador único del producto, pudiendo en su defecto usarse el código ISIN o el código alternativo de identificación de instrumentos (All).

parte, los contratos que ya no están en vigor a 12 de febrero de 2014, pero celebrados después del 16 de agosto de 2012, deberán ponerse en conocimiento de un TR antes del 12 de febrero de 2017. En los supuestos recogidos en el Reglamento Delegado 148/2013, la obligación de enviar la información se inició el 13 de agosto de 2014.

¿A quién compete la comunicación de los contratos de derivados? Basándonos en el art. 9 del Reglamento EMIR, dicha competencia se otorga tanto a las contrapartes como a las Entidades de Contrapartida Central (ECC), de modo que para evitar duplicidades, tanto unas como otras deberán ponerse de acuerdo en torno a quién debe realizar la oportuna notificación. En todo caso, los Trade Repositories pueden reconciliar los datos recibidos para evitar duplicidades usando el identificar único (LEI) adherido a la parte y la transacción. El Reglamento contempla la posibilidad de delegar la obligación de comunicación en la otra contraparte, en un tercero o en la propia ECC, manteniéndose no obstante la responsabilidad sobre la comunicación (art. 9.1)⁷⁰². Si bien este sistema no presenta especiales problemas en el caso de swaps concertados entre entidades financieras, téngase presente que si dicha obligación recae sobre entidades no financieras, dicha responsabilidad puede ser bastante gravosa⁷⁰³. Por

⁷⁰² CASES y SÁNCHEZ ROJO señalan que “el Reglamento permite que las ECC y las contrapartes de contratos de derivados puedan delegar la notificación de las operaciones en un tercero. Esta posibilidad facilitará en gran medida el cumplimiento de esta obligación por parte de entidades no financieras, pues podrán delegar la notificación en las entidades financieras con las que hayan celebrado la operación de derivado, en las propias ECC, o en incluso en el intermediario o agente a través del cual concierten la operación. En este sentido, las entidades deberán evaluar si sus sistemas y bases de datos son suficientes para cumplir con esta obligación o, si por el contrario, es recomendable la delegación de la notificación en un tercero.” CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. Los nuevos...ob. cit., págs. 176 y ss.

⁷⁰³ While US and EU policies significantly coincide with respect to business conduct and risk-mitigation, EMIR and Dodd-Frank Act appear to part ways when it comes to the documentation and risk-mitigation protocols stipulated for dealers and end-users. Business conduct rules are imposed on SDs and MSPs, but not end-users, by the Dodd-Frank Act. End-users are instead affected through their contract and trading relationships with dealers and MSPs. EMIR, on the other hand, makes end users, including non-financial end-users, responsible for complying with risk mitigation rules and protocols alongside financial institutions. Although this emphasis forces end-users to take responsibility for monitoring and establishing proper processes for risk mitigation, it can impose greater compliance costs for end-users under EMIR as compared to those under the Dodd-Frank Act. In addition, there else appear to be divergences in risk mitigation protocols for portfolio compression, reconciliation and confirmation practices, complicating further the cost calculus of firms. BRUMMER, Christopher. Soft Law...ob. cit., pág. 312. Sobre las

contraste EE.UU., bajo la Dodd-Frank, sólo una de las contrapartes queda obligada a reportar el contrato al TR. Si ambas partes son Swap Dealers y Major Swap Participants, o ambas son contrapartes financieras, pueden acordar quién queda obligado a efectuar la comunicación al SDR. En caso contrario, el Título VII dispone un sistema para determinar qué contraparte queda obligada a comunicar la transacción⁷⁰⁴. En este sentido, si el swap se ha negociado en una SEF, corresponde a la misma la obligación de notificar. Si dicho swap ha sido compensado, la obligación se traspasa a la correspondiente entidad compensadora. Si el swap no se ha comercializado en una SEF, entonces la obligación de notificación sigue el siguiente orden: Swap dealer; en su defecto, Major Swap Participants; en su defecto, una entidad financiera; en su defecto según lo acordado por las partes. Si se celebra el swap entre una US-person y Non-US person, la responsabilidad de comunicación, recaerá automáticamente sobre la US-person.

El plazo de comunicación según la Dodd-Frank, varía según el tipo de swap y el carácter o no obligatorio de la compensación. Así, los swaps objeto de compensación obligatoria, no negociados en una Swap Execution Facility (SEF), deben notificarse dentro de los 30 minutos dentro del año de implementación de la Dodd-Frank y con carácter posterior, 15 minutos. Los swaps no sujetos a compensación obligatoria, y no negociados en una SEF deberán comunicarse a las 1-4 horas dentro del primer año de

diferencias entre la legislación europea y estadounidense en materia de registro vid. también MILNE, Alistair; PARBOTEEAH, Paul. «Counterparty Risk Management and The Global Legal Entity Identifier (LEI) », 20 de noviembre de 2014. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2528436>.

⁷⁰⁴ En efecto “*Non-financial end-users in the US and the EU are, irrespective of whether or not they fall within the clearing exemption, subject to reporting requirements on their swaps trades. Non-financial end-users in the US, however, appear to face a less onerous compliance burden, both legally and logistically. These end-users can, with very few (and probably avoidable) exceptions, rely on their counterparties to report trades on their behalf. The US requires only one party to report swaps trades. In most cases, such reporting is likely to be undertaken by an Swap Dealer, Major Swap Participant or a financial end-user – in other words, institutions that possess historical experience in the reporting of complex trades and have processing system capabilities to capture and compute trading data.*” BRUMMER, Christopher. *Soft Law...* ob. cit., págs. 308 y ss.

implementación de la regla y posteriormente a las 1-2 horas (dependiendo del tipo de contrato de swap).

Según EMIR, la comunicación debe producirse al día hábil siguiente de la celebración del swap, o de su modificación o extinción.

En aras a poder satisfacer la obligación de comunicación, se establece la obligación por las contrapartes de llevar un registro de todo contrato de derivados que hayan celebrado y de toda modificación, durante al menos los cinco años siguientes a la resolución del contrato (art. 9.2 EMIR). Con la MiFID II, se establece además que dicho registro debe incorporar las grabaciones de las conversaciones telefónicas o, las comunicaciones electrónicas en su caso de, las operaciones que se realizan por cuenta propia y las relacionadas con la prestación del servicio de recepción, transmisión y ejecución de órdenes de clientes, incluso si dichas operaciones no llegan a materializarse.

El contenido mínimo de la comunicación se rige por los términos del Reglamento Delegado 148/2013, de 19 de diciembre de 2012, y así por el art. 91 del TRMLV, cuyo principal objetivo se basa en mejorar la transparencia del mercado OTC y permitir una mejor evaluación de los riesgos en que incurre cada entidad negociadora de derivados.

En EE.UU., se deben suministrar los detalles clave de la transacción y los cambios surgidos después de la negociación, para incluir aspectos tales como el precio, valor nominal y plazos de vencimiento. EMIR exige además datos sobre las circunstancias subyacentes de la transacción, como por ejemplo, si la transacción tiene carácter comercial o de cobertura y quién tiene interés favorable en el swap. Singularmente, bajo EMIR las partes deben identificar la cartera de valores de garantía contra el swap que es ejecutado. La disparidad de contenidos a reportar en EE.UU. y la Unión Europea puede resultar tremendamente problemática para usuarios finales y sus grupos corporativos que hagan transacciones sobre derivados que operen a nivel

transfronterizo y quede dentro de la jurisdicción tanto de los regímenes europeo y estadounidense⁷⁰⁵.

A mayor abundamiento, las diferencias existentes en torno al momento de reposición, como a los sujetos obligados a efectuar la comunicación entre la UE y EE.UU., y que en el caso Europeo permite la posibilidad de que las dos partes de la transacción reporten la misma operación a dos TR distintos, se traduce en la necesidad por parte del sistema europeo de comunicación de contar con un identificador ulterior llamado “*Unique trade identifier*”.

Igualmente los requisitos adicionales del intercambio difieren en EE.UU. y la UE. Así, el sistema de comunicación de la UE a menudo hace uso del llamado “*unique product identifier*”, lo cual resulta más problemático que ventajoso habida cuenta la poca o nula estandarización en la descripción de productos en la industria⁷⁰⁶.

En resumidas cuentas las divergencias legislativas en lo que respecta a la implementación de la obligación de comunicación y compensación, unido a unos requisitos poco transparentes de comunicación, han impuesto costes sustanciosos y a menudo innecesarios en la industria.

Como hemos señalado anteriormente, para relacionarse con un TR, es necesario contar con un **Identificador de Entidad Jurídica (LEI)**⁷⁰⁷, cuyo diseño se

⁷⁰⁵ BRUMMER, Christopher. *Soft Law*, ob. cit., págs. 309 y ss.

⁷⁰⁶ Sobre las diferencias entre ambos sistemas vid. MILNE, Alistair; PARBOTEEAH, Paul. Counterparty...ob. cit., págs. 9 y ss.

⁷⁰⁷ Acrónimo de *Legal Entity Identifier*, código alfanumérico de 20 caracteres que permite a las contrapartes de un contrato de derivados quedar identificadas inequívocamente a nivel internacional. MILNE, Alistair; PARBOTEEAH, Paul. Counterparty...ob. cit., pág. 5: “As envisaged by the Financial Stability Board the LEI «has the objective of providing unique identification of parties to financial transactions across the globe, to underpin multiple financial stability objectives including: improved risk management in firms; better assessment of micro and macroprudential risks; the facilitation of orderly resolution: promoting market integrity and containing market abuse and financial fraud; and supporting

encuentra en fase de desarrollo, de modo que a la espera de que se concluya con el diseño definitivo, se faculta a los llamados pre-LOU a emitir unos códigos equivalentes (pre-LEI), que en nuestro ordenamiento jurídico se están emitiendo y gestionando por el Registro Mercantil⁷⁰⁸. La razón de ello estriba en la necesidad de evitar incoherencias, resultando necesario que los datos transmitidos a los TR se adapten a las mismas disposiciones, normas y formatos, sin importar el registro de operaciones usado, la contraparte que comunicara el contrato, ni el tipo de derivado.

Si bien escapa del alcance de este trabajo, queremos destacar que los reguladores, han consensuado que el pilar fundamental en que se debe erigir una reforma global internacional es una norma para identificar a los mismos participantes del mercado con cada regulador en la misma forma. De este modo obtener un acuerdo sobre un LEI único, global y estandarizado es el primer paso⁷⁰⁹. El siguiente paso se

higher quality and accuracy of financial data overall. It shall also provide many benefits to the private sector, including lowering operational risks and facilitating straight through processing. » (FSB, 2014)”

⁷⁰⁸ Como señala la D.A. segunda del Real Decreto-ley 14/2013, de 29 de noviembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia de supervisión y solvencia de entidades financieras: “Se atribuye al Registro Mercantil las funciones de emitir y gestionar en España el código identificador de entidad jurídica que, en el ámbito de aplicación del Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 4 de julio de 2012, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones, identificará a los intervinientes en un contrato de derivados a efectos de su inscripción en los registros de operaciones. Se entenderá por intervinientes a las contrapartes, financieras y no financieras, de un contrato de derivados, a los beneficiarios, a las entidades de intermediación, a las entidades de contrapartida central, a los miembros compensadores y a las entidades remitentes, de conformidad con lo previsto en el Reglamento (UE) n.º 648/2012, de 4 de julio de 2012, y su normativa de desarrollo.” Véase la Instrucción de la Dirección General de los Registros y del Notariado de 24 de enero de 2014, por la que se determinan los Registros Mercantiles habilitados para emitir y gestionar en España el Código Identificador de Entidad Jurídica, y por el que se dan instrucciones, con carácter provisional, para su puesta en marcha. Además a fecha de 6 de marzo de 2014, en un comunicado conjunto del Ministerio de Economía y Competitividad, el Banco de España, la CNMV y el Ministerio de Justicia, se puso de relieve que el *Regulatory Oversight Committee* (ROC) reconoce formalmente al Registro Mercantil como pre-LOU. Para acceder a la versión electrónica del citado comunicado, véase: <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={8911366f-04aa-4909-bdfa-5ce18420e79f}>.

⁷⁰⁹ Vid. GRODY, Allan D; HUGHES Peter J; REININGER, Daniel. Final Report...ob. cit.

torna más complicado, en la medida que exige la estandarización y aceptación global de los contratos financieros en diferentes mercados⁷¹⁰.

En cuanto a los organismos receptores de dicha notificación, los también conocidos como almacenes o registros de contratos, los Trade Repositories⁷¹¹ son entidades que recopilan y preservan la información relativa a la celebración, modificación o resolución de los contratos de derivados negociados por toda clase de entidades y comunicados por las contrapartes y/o las ECC⁷¹².

Mantienen para ello un registro electrónico centralizado (bases de datos) de operaciones, siendo su propósito brindar una mayor transparencia en los mercados de derivados⁷¹³.

Pueden ejercer funciones de TR las personas jurídicas establecidas en la Unión Europea e inscritas en ESMA⁷¹⁴ que presenten la solicitud correspondiente⁷¹⁵, si bien se

⁷¹⁰ LEONOVA, Irina S.; JENKINSON, Nigel. «The Importance of Data Quality for Effective Financial Stability Policies Legal Entity Identifier: A First Step Towards Necessary Financial Data Reforms». En *Financial Stability Review*, Banque De France, No. 17, abril 2013. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2538229>

⁷¹¹ O *Swap data depository* (SDRs), según la terminología norteamericana.

⁷¹² Sobre los roles que pueden ejercer los TR véase RETANA GONZÁLEZ, David. «El rol de los Trade Repositories, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...ob. cit.*, págs. 127-139.

⁷¹³ Como indica el BIP “Los TR aparecieron como un nuevo tipo de FMI y recientemente han adquirido mayor importancia, especialmente en el mercado de derivados OTC. Al centralizar la recopilación, el almacenamiento y la divulgación de los datos, un TR bien diseñado que lleva a cabo su actividad con controles del riesgo eficaces puede desempeñar una función importante en la mejora de la transparencia de la información relativa a las operaciones para las autoridades pertinentes y el público en general, promoviendo de ese modo la estabilidad financiera y contribuyendo a la detección y prevención del abuso del mercado. Una función importante de un TR consiste en proporcionar información que ayude a la reducción del riesgo, a la eficiencia y eficacia operativa, así como a la reducción de costos, tanto para las entidades como para el mercado en su conjunto.” (Banco de Pagos Internacionales. *Principios aplicables a las infraestructuras del mercado financiero*, 2012. Versión electrónica disponible en http://www.bis.org/cpmi/publ/d101_es.pdf)

⁷¹⁴ Ya en noviembre de 2013, el registro europeo de operaciones con derivados OTC (Trade Repository) Regis-TR, desarrollado conjuntamente por BME y la Bolsa Alemana, recibió la autorización del supervisor europeo ESMA para operar. Es un registro europeo para operaciones con derivados, tanto OTC como cotizados en mercados organizados, sobre múltiples clases de activos para cumplir con la

admite que los Registros de operaciones establecidos en un Estado no miembro puedan prestar servicios dentro de la Unión Europea previo reconocimiento por la ESMA⁷¹⁶.

El registro de los contratos en un TR no supone *per se* el nacimiento de obligaciones entre las partes, y su incumplimiento no repercutirá sobre los efectos contractuales de la operación ni acreditará reclamación por daños y perjuicios contra una de las partes contratantes⁷¹⁷.

2. Obligaciones de las partes en los swaps de tipos de interés concertados con clientes minoristas: especial referencia a los deberes precontractuales de las entidades de crédito.

nueva regulación europea EMIR. REGIS-TR ha comenzado a operar como “trade repository” en enero de 2014.

⁷¹⁵ Reglamento de Ejecución (UE) n.º 1248/2012 de la Comisión, de 19 de diciembre de 2012, por el que se establecen normas técnicas de ejecución relativas al formato de las solicitudes de inscripción de los registros de operaciones, de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 648/2012 del Parlamento Europeo y del Consejo, relativo a los derivados extrabursátiles, las entidades de contrapartida central y los registros de operaciones. Como pone de manifiesto *“las jurisdicciones más importantes en el mundo de los derivados OTC (EEUU y UE) han optado por un modelo de libre competencia, en las cuales han nacido (o ya existían previamente) repositorios pertenecientes a compañías privadas. (...). Otras jurisdicciones pertenecientes al G-20 han optado por promover el desarrollo de TRs domésticos (...).”* Ante dicho entramado de TRs *“los reguladores se encuentran con el obstáculo de tener que agregar los datos provenientes de diferentes repositorios cuyas bases de datos han sido diseñadas conforme a los estándares locales”*, en cuyo intento paliativo se ha creado el ODRF dotando a los reguladores de los *“medios para cooperar, intercambiar ideas y compartir información relacionada con los derivados OTC, CCPs y TRs.”* RETANA GONZÁLEZ, David. «El rol de los Trade Repositories, diferencias de planteamiento en los distintos países del G-20». ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios...* ob. cit., págs. 127-139.

⁷¹⁶ Hasta la fecha, ESMA (en la reunión de su Consejo de Supervisores del 7 de noviembre de 2013) ha autorizado a las siguientes entidades como almacenes de contratos: DTCC Derivatives Repository Ltd. (DDRL), Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW), Regis-TR S.A., UnaVista Ltd, CME Trade Repository Ltd. (CME TR), ICE Trade Vault Europe Ltd. (ICE TVEL).

⁷¹⁷ Art. 12 de EMIR.

Era tradicional constatar que las partes en este tipo de contrato se hallaban en plano de igualdad, al ser cada parte del contrato deudor y acreedor, manteniéndose el equilibrio de las prestaciones a lo largo de la vida del contrato, y ser el swap de tipos de interés un contrato aleatorio, con la consiguiente incertidumbre respecto a quién de las partes será acreedora o deudora⁷¹⁸.

No obstante, esta idea no está en clara armonía con la realidad jurídica donde son las entidades bancarias las que cuentan con una información privilegiada sobre la base de la cual los usuarios finales clientes minoristas, suelen adoptar sus decisiones⁷¹⁹.

Así en Estados Unidos, los usuarios finales ante las pérdidas sufridas por este tipo de contratos han entablado acciones contra sus respectivos *dealers*, sobre la base de lagunas de información por parte de éstos últimos, fenómeno del que se ha hecho eco nuestro ordenamiento jurídico en los últimos años, como tendremos ocasión de comprobar en el último capítulo.

Este es el caso por ejemplo de *Gibson Greeting v. Bankers Trust* o de *The Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities corporation*, litigios que finalizaron a través de una transacción extrajudicial, si bien parece que daban pie a la posibilidad del fraude contractual sobre la base de la falta de otorgamiento de una información clara y precisa a los usuarios finales⁷²⁰. Conviene señalar que la orden del juez Freikens⁷²¹ abrió la puerta una acción sobre la base de la inobservancia del deber de actuar de buena fe en las relaciones contractuales, a la luz

⁷¹⁸ CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. Aspectos legales...ob. cit., pág. 29. ALONSO SOTO, Ricardo. La permuta financiera (Swap) ALONSO UREBA, Alberto; BONARDELL LENZANO, Rafael; GARCÍA VALVERDE, Rafael (coord.). *Nuevas*...ob. cit., págs. 438-43. DÍAZ RUIZ, Emilio. El contrato...ob. cit., págs. 764-765. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados*...ob. cit., págs. 499-500.

⁷¹⁹ Vid. STS 668/2015, de 4 de diciembre.

⁷²⁰ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos*...ob. cit., págs.164 y ss.

⁷²¹ Juez que presidió el caso *the Procter & Gamble Company v. Bankers Trust Company and BT Securities Corporation*.

del derecho de Nueva York. El caso plantea si de hecho en estos lances se produce la quiebra de alguna obligación de carácter fiduciario, lo cual exige que el banco actúe no sólo como parte contratante en su caso, sino también como consejero.

En los modelos ISDA, de hecho, se advierte expresamente que el *dealer* no obra en concepto de asesor del usuario final, ni existe vínculo de carácter fiduciario o de otra naturaleza, de modo que es el usuario final el que a través de sus propias evaluaciones, decide. No obstante, consideramos que tales afirmaciones resultan vagas pues los contratos son los que son y no lo que las partes dicen que son. Siendo así, la evolución marca la incorporación en el código de conducta ISDA de la obligación por parte de los *dealers* de atestar que el usuario final vislumbre la operación y en caso contrario no formalizarla o confeccionar un escrito específico. Además el dealer ha de notificar al usuario final su opinión, si estima que, a pesar de existir tal entendimiento, la operación no le resulta apropiada⁷²².

A este respecto podemos afirmar que las obligaciones fiduciarias surgen, cuando existe una obligación de lealtad, lo cual raramente se dará en el caso de que una de las partes tenga interés en la transacción⁷²³. En todo caso, cuando más cercana sea la relación con el cliente, más posibilidad habrá de que se dé una relación fiduciaria, lo cual no obstante, no será muy común en el caso de los derivados financieros. Tales obligaciones fiduciarias surgirán únicamente si el cliente ha delegado poder

⁷²² ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., p. 167. HU, Henry. Seller's remorse and OTC derivatives. En *International Financial Law Review*, abril 1995, págs. 43 y 44.

⁷²³ En este sentido GREENE, Edward F. et al. *U.S. Regulation of the International Securities and Derivatives Markets*, 11ª ed. Nueva York: Wolters Kluwer Law & Business, 2015, págs. 11-183 y ss. "If, however, there is an obligation of loyalty, it can apply to one part of a relationship but not all—"a person...may be in a fiduciary position quoad a part of transactions must be looked at". JAMES, Simon. *The law...* ob. cit. pág. 111. Vid. *Ata v. American Express Bank*.

discrecional de negociación al *broker*, o si de otro modo se ha decidió por el convenio regulador⁷²⁴.

Si no existiera dicha discrecionalidad, sólo “circunstancias especiales” podrían transformar en fiduciaria la relación broker-cliente, no ostentando sin embargo el conocimiento superior por parte del *dealer* la consideración de “especial” para tales efectos. Tal como explica la Corte en *Procter & Gamble v. Bankers Trust*⁷²⁵ el hecho de que *Bankers Trust* tenga un conocimiento superior de las transacciones swaps, no convierte la relación comercial inter-partes en una relación de carácter fiduciaria⁷²⁶. Pese a ello, en tales supuestos, incluso sin la existencia de obligaciones fiduciarias, la ley de valores, exige que la información divulgada no contenga ninguna omisión o inexactitud material, debiendo las partes del contrato actuar con equidad y buena fe⁷²⁷.

Otro aspecto a destacar, es que, si bien es posible que una relación de asesoramiento acarree obligaciones fiduciarias, en la mayoría de los casos la ruptura de las obligaciones originará responsabilidades contractuales o civiles, pero no fiduciarias. Por último resta indicar que las obligaciones básicas del fiduciario han sido instituidas por la Comisión de Derecho⁷²⁸ a través de las reglas de “no conflicto”, “no beneficio”, “confidencialidad” y “lealtad total”⁷²⁹.

⁷²⁴ Vid. *Independent Order of Foresters v. Donaldson, Lufkin & Jenrette, Inc.* 157 F.3d 933, 940-41, y *St. Matthew's Baptist Church v. Wachovia Bank National Association*, No. Civ. A. 04-4540.

⁷²⁵ *Procter & Gamble v. Bankers Trust*, 925 F. Supp. 1270, 1289 (S.D. Ohio 1996).

⁷²⁶ Sobre un estudio de la sentencia y su perspectiva desde el Derecho Brasileño vid. LIMA JUNIOR, João Manoel. «Procter & Gamble vs. Bankers Trust: A Study of Derivatives Contracts (August 13, 2010)». Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1658496>

⁷²⁷ Vid. *Procter & Gamble v. Bankers Trust*: “*Even though no fiduciary duty existed between the parties, the defendant had a “duty to disclose material information to plaintiff before the parties entered into the swap transactions and in their performance, and also a duty to deal fairly and in good faith”*”.

⁷²⁸ Fiduciary Duties and Regulatory Rules para 2.4.9. (Law Commission Consultation Paper No 124).

⁷²⁹ Para un estudio más amplio de la materia vid. JAMES, Simon. *The law...* ob. cit. págs. 109 y ss.

Por otro lado, en relación a los contratos suscritos entre entidades bancarias y sus clientes, podemos calificar a los contratos tipo como contratos de adhesión, habida cuenta que toda limitación del poder negocial justificaría la protección de la parte considerada más débil. En tales supuestos deberíamos plantearnos la existencia de unas normas de protección que restringieran la participación en el mercado de SWAP a organismos lo suficientemente preparados y obligaran a los bancos a adoptar unas reglas de conducta con la obligada transparencia en el ofrecimiento de información.

Así en el Derecho español en materia de transparencia tomando como base la ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito (art. 5), debemos considerar la regulación que emana de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios⁷³⁰, la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos⁷³¹ y el Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y de las demás entidades que prestan servicios de inversión y que contiene las normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión (Título IV)⁷³².

En materia de publicidad⁷³³ rige la Ley 34/1989, de 11 de noviembre, General de Publicidad (que recoge la publicidad genérica de los distintos productos o servicios

⁷³⁰ Que sustituye a la OM de 12 de diciembre de 1989.

⁷³¹ Que reemplaza a la Circular 8/1990, de 7 de septiembre, sobre transparencia de las operaciones y protección de la clientela.

⁷³² Con anterioridad era de aplicación el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre *Normas de actuación en los Mercados de Valores y Registros Obligatorios* en cuyo desarrollo surgió la Circular 1/1996 de 27 de marzo, y que contiene normas sobre actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones en el Mercado de Valores.

⁷³³ Vid. también LLEDÓ BENITO, Ignacio. «La estafa de inversores en relación con el delito de publicidad engañosa». MORILLAS CUEVA, Lorenzo (dir.); SUÁREZ LÓPEZ, José María (coord.). *Derecho y consumo: aspectos penales, civiles y administrativos*. Madrid: Dykinson, 2013, págs. 255-313. «La publicidad de los servicios financieros debe ajustarse a unos principios a tenor de las Directivas Comunitarias. Así la Directiva 2001/31/CE en la que se indica que la actividad publicitaria de una oferta

financieros), la Orden EHA/1718/2010, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios⁷³⁴, la Circular 6/2010, de 28 de septiembre, del Banco de España, a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios⁷³⁵, la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios y la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos (y que recoge la información concreta que los bancos deben facilitar a sus clientes en las distintas operaciones que formalicen)⁷³⁶.

pública de valores debe respetar los principios de la Directiva. O la aclaratoria Directiva 2000/12/CE en la que se establece que las “comunicaciones publicitarias” dirigidas a las empresas de servicios de inversión a los clientes o potenciales clientes, deben ser “imparciales, claras, y no engañosas”. A mayor abundamiento, cuando la publicidad se refiere al “inversor minorista” las condiciones que tiene que cumplir la publicidad se desarrolla en la Directiva 2006/73/CE de la Comisión. En este análisis de las Directivas, volviendo a la orden EHA 1717/2010 de Regulación y Control de la publicidad de servicios y productos de inversión, define la “actividad publicitaria”, como toda forma de comunicación, dirigida al público, con el fin de promover, directamente o a través de terceros la contratación de un determinado servicio o actividad de inversión o la suscripción o adquisición de instrumentos financieros, incluidos en el ámbito de aplicación de esta Orden”.

⁷³⁴ Que en su día derogó el capítulo III de la entonces Orden de 12 de diciembre de 1989. Dicha Orden ha sustituido el régimen de previa autorización por un sistema de control de la publicidad basado en dos elementos: uno preventivo, a través de la elaboración por el Banco de España de criterios de la publicidad financiera que promuevan la claridad, suficiencia, objetividad y el carácter no engañoso de los mensajes publicitarios, y de la exigencia de unos procedimientos y controles internos de las entidades de crédito que tiendan a favorecer tal exigencia; y otro que permita la corrección de eventuales conductas inadecuadas, para lo cual el Banco de España podrá exigir el cese o la rectificación de la publicidad que no cumpla las previsiones contempladas.

⁷³⁵ Esta Circular, teniendo en cuenta las normas generales sobre publicidad no engañosa y sobre la base de la experiencia acumulada durante las dos décadas en que ha estado vigente el sistema de autorización administrativa previa de los proyectos publicitarios, aborda en primer término la determinación de los principios generales a los que debe ajustarse la publicidad, y los criterios generales sobre el contenido mínimo y formato del mensaje publicitario, a los que se refiere el apartado 2 del artículo 4 de la Orden EHA/1718/2010.

⁷³⁶ RIVERO ALEMÁN, Santiago. *Crédito, Consumo y Comercio electrónico. Aspectos jurídicos bancarios*. Navarra: Aranzadi, 2002, 705 p.

Conviene descollar⁷³⁷ que las partes pueden condicionar la perfección del contrato a la entrega de información, normalmente de carácter financiero, pudiéndose incluso tachar dicha obligación de presupuesto contractual⁷³⁸. Es por ello que queremos hacer especial mención al Derecho español y en concreto a la abundante jurisprudencia que se ha generado a colación de los numerosos conflictos entre entidades de crédito y sus clientes bancarios donde en la mayoría de los casos se confirma una lacra de información por parte de los bancos o la presencia de información defectuosa⁷³⁹. La pregunta que emerge en estos casos se centra en concretar el contenido del deber de información de los bancos y la normativa aplicable, lo cual nos remite al siguiente apartado.

2.1. Obligaciones comunes a las partes contratantes en los swaps concertados con clientes minoristas

⁷³⁷ COSTA RAN, LLUÍS. «El Contrato de Permuta Financiera (Swap Agreement)». En *Revista Jurídica de Catalunya*, nº 1, 1990, p. 71.

⁷³⁸ VALPUESTA GASTAMINZA. «Contratos de Financiación». En CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, p. 1065 y ss.

⁷³⁹ Como indica RALUCA STROIE “*El eje común de las alegaciones se refiere a la concurrencia de error en el consentimiento prestado por el cliente, lo que lleva a que el juicio se centre en la pretensión de nulidad del contrato. En la mayoría de los casos se constata una falta de información por parte de los bancos o la existencia de información defectuosa que puede crear en los adquirentes la falsa impresión de haber concertado un seguro ante los riesgos de las fluctuaciones del tipo de interés respecto a otras operaciones crediticias contratadas con anterioridad. Los criterios que se tienen en cuenta en las sentencias analizadas para establecer si se trata o no de un error excusable en el consentimiento del cliente, se refieren básicamente a su formación y experiencia profesional, a la cifra de negocios si se trata de una entidad mercantil, y al contenido de las cláusulas contractuales, especialmente a la información relativa a la cancelación anticipada del contrato. Por consiguiente, lo fundamental en cada caso particular son los hechos del mismo y la condición del adquirente del producto.*” RALUCA STROIE, Iuliana. «Deberes de información en los contratos de permuta financiera». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 5/2013, págs. 124-151.

Las obligaciones comunes a los contratos de swaps de tipos de interés concertados con clientes minoristas se reducen a las obligaciones de pago y de información sobre cuyos pormenores dimos justa cuenta en párrafos anteriores y que por tanto damos por reproducida.

Se hace por tanto necesario centrar nuestro estudio en los deberes específicos que se predicán de las entidades financieras en la comercialización de los swaps de tipos de interés y que pasamos a estudiar.

2.2. Controversia en torno a la aplicabilidad de la MiFID en la contratación de swaps con clientes minoristas: examen de la STJUE de 30 de mayo de 2013

Como punto de partida al estudio de este apartado, queremos significar el hito que supuso la publicación de la normativa MiFID⁷⁴⁰ en respuesta a la necesidad de mejorar la transparencia y eficiencia de los mercados financieros europeos y el reforzamiento de la protección al inversor minorista⁷⁴¹, cuya incorporación a nuestro ordenamiento jurídico se produjo a través de la Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por medio de la cual se introdujeron los arts. 78 y ss. de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, actualmente recogidos en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (arts. 202 y ss.), y cuyo desarrollo se articuló a través del RD 217/2008, de 15

⁷⁴⁰ Directiva 2004/39, Directiva 2006/73 y Reglamento 1287/2006. Dicha normativa será de aplicación en tanto no entre en vigor la Directiva 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros conocida como MiFID II y cuyas novedades más importantes se centran en cuestiones relativas a incentivos, asesoramiento independiente, protección de activos de los clientes, información que las entidades deben proporcionar, costes y comisiones y precios.

⁷⁴¹ Sobre el estudio de la MiFID vid. CASEY, Jean-Pierro; LANNOO, Karel. *The MiFID Revolution*. Nueva York: Cambridge University Press, 2009, 229 p.

de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión⁷⁴² y la Circular 3/2013, de 12 de junio⁷⁴³.

⁷⁴² La Ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual TRLMV), incorpora al Derecho español la Directiva 2004/39/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros conocida por su acrónimo MiFID “*Markets in Financial Instruments Directive*”, que vino a modificar las Directivas 85/611/CEE y 93/6/CEE del Consejo y la Directiva 2000/12/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, derogando la Directiva 93/22/CEE, del Consejo. Dicha Directiva 2004/39/CE ha sido desarrollada en determinados aspectos por otras dos normas comunitarias: La Directiva 2006/73/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por la que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a los requisitos organizativos y las condiciones de funcionamiento de las empresas de inversión y términos definidos a efectos de dicha Directiva y el Reglamento 1287/2006/CE de la Comisión, de 10 de agosto de 2006, por el que se aplica la Directiva 2004/39/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo relativo a las obligaciones de las empresas de inversión de llevar un registro, la información sobre las operaciones, la transparencia del mercado, la admisión a negociación de instrumentos financieros, y términos definidos a efecto de dicha Directiva. Si bien la ley ha recogido algún aspecto limitado de la Directiva 2006/73/CE era necesario completar la transposición de dicha Directiva, lo cual exigió la promulgación del RD 217/2008, de 15 de febrero, cuya reglamentación se inspira en la necesidad de modernización de los mercados financieros para adaptarlos a las nuevas necesidades (se amplían los servicios de inversión creando, a su vez, un nuevo tipo de empresa de servicios de inversión); el refuerzo de las medidas dirigidas a la protección de los inversores (se establece en el real decreto un amplio catálogo de normas al que ha de sujetarse la actuación de quienes presten servicios de inversión); y, por último, la adaptación de los requisitos de organización exigibles a las entidades que prestan servicios de inversión para garantizar que, en general, su organización se adecua a la compleja gama de servicios que prestan. El Real Decreto actual refunde dos reales decretos (Real Decreto 867/2001, de 20 de julio, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios) en un único texto normativo de modo que se contempla en una única norma global el régimen jurídico aplicable a las entidades que prestan servicios de inversión (empresas de servicios de inversión y sus agentes, entidades de crédito y sociedades gestoras de instituciones de inversión colectiva). El citado Real Decreto no ha hecho más que insistir, entre otros aspectos, en este deber de fidelidad y adecuada información al cliente, tanto en fase precontractual como contractual (art. 60 y siguientes, en especial art. 64 sobre la información relativa a los instrumentos financieros. Por otro lado, interesa destacar la promulgación del R.D. 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito, culminándose así la transposición de la Directiva 2013/36/UE, de 26 de junio de 2013, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a la supervisión prudencial de las entidades de crédito y las empresas de inversión

⁷⁴³ Circular 3/2013, de 12 de junio, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, *sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros*. Como indica la Exposición de motivos de la Circular 3/2013, la disposición final tercera de la Ley 9/2012, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, ha introducido determinadas modificaciones en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (actual TRLMV), dando carácter imperativo a algunas recomendaciones que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ya había transmitido como buenas prácticas a las entidades que prestan servicios de inversión. Entre otros cambios, ha modificado el apartado 3 del artículo 79 bis de esta Ley (actual art. 210 TRLMV)

Antes de la entrada en vigor de la Ley 47/2007, la LMV contenía en sus arts. 79 y ss., unas normas de conducta aplicables a las empresas de servicios de inversión, rigiendo asimismo, tal y como nos recuerda la STS de 18 de abril de 2013, la Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo, sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo, sobre normas de actuación en los mercados de valores y registros obligatorios⁷⁴⁴, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda de 25 de octubre de 1995, que desarrolla parcialmente el Real Decreto 629/1993, de 3 de mayo de 1993 y la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda 7 de octubre de 1999⁷⁴⁵. Asimismo, con anterioridad a la citada ley, la transparencia de los mercados en España quedaba de la mano del art. 48.2 de la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito. El posterior desarrollo reglamentario se materializó a través de la Orden de 12 de diciembre de 1989, sobre tipos de interés y comisiones, normas de actuación, información de clientes y publicidad de las entidades de crédito. Ulteriormente, en aras a potenciar la defensa de los ahorradores surge la Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de créditos al consumo; la Ley 2/2009, de 31 de marzo, por la que se regula la contratación con los consumidores de préstamos o créditos hipotecarios y de servicios de intermediación para la celebración de contratos de préstamo o crédito; y la Orden EHA/1608/2012, de 11 de junio, de regulación y control de la publicidad de los servicios y productos bancarios. Deben igualmente considerarse las modificaciones introducidas por la Ley

facultando a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para requerir que, en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un instrumento del mercado de valores y en su publicidad, se incluyan cuantas advertencias relativas al instrumento financiero estime necesarias y, en particular, las que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad.

⁷⁴⁴ Dicha normativa estuvo vigente hasta el 17 de febrero de 2008, en cuyo desarrollo surgió la Circular 1/1996 de 27 de marzo, y que contiene normas sobre actuación, transparencia e identificación de los clientes en las operaciones en el Mercado de Valores. Destacan la Sección V del Capítulo III (Información a la clientela, art. 16) y el Anexo titulado “Código general de conducta de los mercados de valores” (arts. 1-7).

⁷⁴⁵ Sobre el estudio de los derechos antes de la entrada en vigor de la normativa MiFID vid. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit.

9/2014, de 14 de noviembre, de reestructuración y resolución de entidades de crédito, la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito y el R.D.1060/2015, de 20 de noviembre de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras.

Resulta esencial la fecha de contratación del producto para definir el régimen jurídico aplicable al mismo (normativa post-MiFID o pre-MiFID) con la especial relevancia que ello implica en lo relativo a los deberes que competen a las entidades financieras (SSTS de 20 de enero de 2014 y de 8 de septiembre de 2014).

La entrada en vigor de la Ley 47/2007, se produce al día siguiente a su publicación en el BOE, esto es el 21 de diciembre de 2007 (STS de 7 de julio de 2014, 15 de diciembre de 2014 y 26 de febrero de 2015)⁷⁴⁶. Sin embargo, la transposición completa de la Directiva MiFID, como acertadamente matiza la STS de 8 de septiembre de 2014 se produjo con la entrada en vigor del RD 217/2008, esto es, el 17 de febrero de 2008.

No es cuestión baladí, pues como indica el TSJM en S. 31/2015, de 14 de abril, amparándose en el caso Marleasing, Sentencia 106/89, de 13 de noviembre de 1990⁷⁴⁷

⁷⁴⁶ Por consiguiente «...deben ser rechazadas, ya desde este momento, las alegaciones del motivo primero sobre la inaplicación al caso de esas normas por razones de vigencia. La disposición transitoria primera de la Ley 47/2007 (no la disposición final primera como erróneamente aduce el banco recurrente) estableció que las entidades que prestaran servicios de inversión deberían adaptar sus estatutos, programas de actividades y reglamentos internos de conducta a lo dispuesto en esa ley y en su normativa de desarrollo en el plazo de seis meses a partir de la entrada en vigor de la misma, lo que tuvo lugar, según su disposición final sexta, el día siguiente a su publicación en el BOE, esto es el 21 de diciembre de 2007; no se contempla en esa norma, en contra de lo que se interpreta por el banco recurrente, la suspensión de su entrada en vigor durante los seis meses que se conceden a las entidades financieras para su adaptación interna a la nueva normativa, ni excusa a estas de su inmediata observancia». Vid. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. De igual modo la STS de 20 de enero de 2014, considera la entrada en vigor de ley 47/2007, sin aludir al periodo de adaptación de seis meses concedido en la ley. Por lo demás la STS de 17 de febrero de 2014 ha declarado que no procede aplicar la normativa MiFID antes de su promulgación respecto a unos swaps celebrados en el año 2006 (FD 3º). MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. *Compendio y análisis...*ob. cit., págs. 184-186.

⁷⁴⁷ Donde se reconoce el efecto vertical de las directivas a través del cual se permite a los ciudadanos invocar la eficacia directa frente al Estado cuando éstas reconozcan derechos a las personas afectadas.

«no es excusable hacer caso omiso de lo dispuesto en la Directiva 2004/39 por el solo hecho de que las normas de trasposición sean posteriores a la firma del contrato — cuando esta trasposición es tardía, fruto de un incumplimiento por parte del Estado— en los aspectos que son más problemáticos en el presente caso, a saber, los que tienen que ver con la determinación de la buena fe contractual, esto es, con las obligaciones de transparencia e información que las entidades financieras tienen que adoptar a la hora de asesorar y/o comercializar instrumentos financieros: en concreto los arts. 4.1.4., 4.1.11 y 19 (normas de conducta para la prestación de servicios de inversión a clientes) y Anexo II de la Directiva». Con ello “el hecho de que la contratación objeto de litigio hubiera sido posterior al desarrollo de la Directiva 2004/39/CE mediante la Ley 47/2007, ello no es óbice para que los Jueces y Árbitros no apliquen el Derecho comunitario y las Directivas, más aún cuando el fin último del legislador comunitario es la protección del inversor en su máxima expresión. No debemos olvidar, que la Directiva 2004/39/CE, de 212 de abril de 2004, según el art. 70 debió ser transpuesta al ordenamiento jurídico español a los 24 meses desde su publicación en el DOUE que tuvo lugar el 30 de abril del mismo año. Es evidente que la citada norma no fue transpuesta en tiempo y forma, pues se hizo de forma tardía a través de la Ley 47/2007, lo que inexorablemente ha conllevado para los inversores del país en general que no pudieran beneficiarse de los mecanismos de protección establecidos en la norma comunitaria. Sin embargo, el TSJM ha decretado de forma acertada que no pueden las entidades financieras excusarse de sus deberes amparándose en que la Ley 47/2007 aún no había entrado en vigor (tal como recogen los Árbitros en el Laudo nulo), pues lo primordial en estos menesteres es que la legislación nacional vaya acorde con la de nuestra comunidad europea; y si el Estado español ha incumplido sus deberes ello no puede afectar a un colectivo especialmente protegido como es el caso de los inversores minoritas⁷⁴⁸.”

⁷⁴⁸ NAVAS CUSI, Miriam. «Anulación de laudo arbitral por ser contrario al orden público. Comentario a la Sentencia del TSJ Madrid número 31/2015 de 14 de abril». En *Diario La Ley*, Nº 8542, Sección Tribuna, 19 de Mayo de 2015. En igual sentido vid. PERALES VISCASILLAS, Pilar. «Contratos de permuta

Los dispares criterios que al efecto se sostuvieron por las Audiencias Provinciales han sido unificados a raíz de la STS de 7 de julio de 2014, seguida entre otras por las SSTS de 15 de diciembre de 2014, de 26 de febrero de 2015 y de 13 de julio de 2015, donde se excluye la aplicación de la Disposición Transitoria Primera de la Ley 47/2007, dado que el periodo transitorio no puede afectar *“a las garantías de información que se reconocen al inversor si no tiene la consideración de inversor profesional”*⁷⁴⁹.

Antes de que entrara en vigor la Ley 47/2007, se considera que existía un deber de información que *“aun no siendo legalmente exigible sí lo era conforme a la buena fe propia en toda contratación, (...) sobre todo cuando quien ofrece el producto, como es*

financiera y arbitraje: cuestiones procesales y sustantivas». En *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, nº. 7, 2015, pág. 24: *“En relación con la Ley 47/2007, y la Disposición Transitoria 1.ª de la misma, ha sido de interés el desarrollo de la jurisprudencia, pues la diferente respuesta de las Audiencias Provinciales ha sido unificada posteriormente por el TS. Como ha indicado la jurisprudencia, desde la STS 7 julio 2014, a la que siguen, entre otras, STS 15 diciembre 2014 (núm. recurso 48/2013), 26 febrero 2015 (núm. recurso 1548/2011), y 13 julio 2015 (núm. 2140/2014) «el periodo transitorio no podía afectar a las garantías de información que se reconocen al inversor si no tiene la consideración de inversor profesional». Se descarta, pues, la aplicación de la Disposición Transitoria Primera de la Ley 47/2007, por lo que son aplicables las exigencias de información que ahí se contienen desde su inmediata entrada en vigor. Precisamente en uno de los laudos anulados por el TSJM, en su sentencia de 26 mayo 2015, se anula, entre otras razones, por haber aplicado dicha transitoria en una comprensión de la misma que el TSJM califica de arbitraria. Sin embargo, mal puede calificarse de arbitraria dicha aplicación cuando el laudo se dicta el 12 de junio 2014 siendo la doctrina del TS posterior. Es lo que podría denominarse el «sesgo retrospectivo» del TSJM aplicando con todo su rigor criterios jurisprudenciales que no eran aplicables en el momento en que se emitió el laudo”. En contra véase MARÍN NARROS, Héctor Daniel. «Los principales aspectos controvertidos en la litigiosidad de los swaps». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 737, mayo de 2013, págs. 1504-1505, que entiende que no es hasta el 21 de junio de 2008 cuando es plenamente exigible a las entidades de crédito esta normativa (ley 47/2007), resultando jurídicamente controvertido declarar el incumplimiento de una norma cuando la misma no era exigible al sujeto infractor, siendo aún más cuestionable la aplicación directa de las directivas comunitarias. En dicha línea “Este posicionamiento parece observarse en algunos pronunciamientos de las Audiencias Provinciales (SSAP de Álava, Sección 1.ª, de 6 de junio de 2011 y de 18 de julio de 2012). A veces esta aplicación directa se ha justificado en el supuesto efecto útil de las directivas. Pero tal aproximación al Derecho comunitario parece totalmente desacertada”.*

⁷⁴⁹ “Debido a que la litigiosidad afecta, sobre todo, a contratos SWAP celebrados entre 2005-2010, no entran en juego singularmente ni la posterior modificación del art.79 bis en sus apartados 6 y 7 efectuada por la Ley 9/2012, ni la Circular 3/2013, de 12 de junio, de la CNMV, sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a los clientes a los que se les prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros”. PERALES VISCASILLAS, Pilar. Contratos...ob. cit., pág. 24.

una entidad financiera, actúa como asesora siendo también interesada, por lo que al asumir dicha doble condición, dicho deber de información debe estar aún más acentuado, ya que dicho asesoramiento supone y hace pensar al cliente en que no precisa de otro más objetivo o neutral⁷⁵⁰.” En este sentido observa la STS 741/2015, de 17 de diciembre que “hemos dicho en la sentencia del Pleno 491/2015, de 15 de septiembre, con remisión a la sentencia 460/2014, de 10 de septiembre, que con anterioridad a la trasposición de la Directiva MiFID, la normativa del mercado de valores ya daba «[u]na destacada importancia al correcto conocimiento por el cliente de los riesgos que asume al contratar productos y servicios de inversión, y obliga a las empresas que operan en ese mercado a observar unos estándares muy altos en la información que sobre esos extremos han de dar a los clientes, potenciales o efectivos. Estas previsiones normativas son indicativas de que los detalles relativos a qué riesgo se asume, de qué circunstancias depende y a qué operadores económicos se asocia tal riesgo, no son meras cuestiones de cálculo, accesorias, sino que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato, en concreto sobre la responsabilidad y solvencia de aquellos con quienes se contrata (o las garantías existentes frente a su insolvencia), que se integran en la causa principal de su celebración, pues afectan a los riesgos aparejados a la inversión que se realiza»”. De igual modo la STS 31/2016, de 4 de febrero nos recuerda que “como venimos afirmando en las múltiples resoluciones ya citadas, tanto antes como después de la incorporación a nuestro Derecho interno de la normativa MiFID, la legislación recogía la obligación de la entidad financiera de informar debidamente al cliente de los riesgos asociados a este tipo de productos, puesto que siendo el servicio prestado de asesoramiento financiero (la suscripción de los contratos fue ofrecida por el Banco al cliente), el deber que pesaba sobre la entidad comprendía tanto cerciorarse de que el

⁷⁵⁰ Entre otras SAP Albacete de 23 octubre de 2012, JUR 2012/368008.

cliente minorista conocía bien en qué consistía el swap que contrataba y los concretos riesgos asociados a este producto, como asimismo haber evaluado que en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, era lo que más le convenía. A lo sumo, la inclusión expresa en nuestro ordenamiento de la citada normativa MiFID, en particular el nuevo artículo 79 bis.3 de la Ley del Mercado de Valores (actualmente arts. 210 y siguientes del Texto Refundido de dicha Ley, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre), acentuó tales obligaciones y las sistematizó de un modo más completo, pero no supuso una regulación realmente novedosa en relación a los principios fundamentales que rigen la materia.”

En este apartado queremos hacer alusión a las obligaciones que pesan sobre las entidades financieras que comercializan instrumentos financieros como el swap de tipos de interés, centrándonos en el análisis de la legislación vigente, que con gran maestría se plasma en la STS de 20 de enero de 2014.

Nuestro estudio debe partir de la cuestión altamente debatida entre nuestra doctrina en torno a la aplicación o no al swap de los preceptos del TRLMV relativos a las obligaciones de información y registro actualmente contempladas en los arts. 209-218 TRLMV.

Entre los argumentos en contra de la aplicación de la MiFID se aduce que es una norma dirigida a armonizar el mercado de inversión, y que por tanto no puede aplicarse a un producto financiero como el SWAP de tipo de intereses⁷⁵¹.

⁷⁵¹ Así “Se dice al respecto que si los arts. 78 y ss. LMV -actuales arts. 202 y ss. TRLMV- se refieren a quienes prestan servicios de inversión, no tiene sentido que la distinción de clientes profesionales y minoristas conforma el art. 78 bis LMV -actuales arts. 203 a 205 TRLMV-, ni estaríamos ante una contraparte elegible del art. 78 ter -actual art. 207 TRLMV-, de modo que se aplicaría la excepción que previene del art. 79 quater LMV -actual art. 219 TRLMV- (...). También se asegura que no puede aplicarse la MiFID (LCEur 2004, 1848) a los swaps porque la norma se refiere o alude a los son los ofrecidos en un mercado secundario, que no son valores sino contratos, o que el oferente no actúa como una empresa de servicios de inversión sino financiando al cliente. En tal sentido se han pronunciado algunas resoluciones como la SAP Palencia, Secc. 1ª, de 30 de junio 2011 (JUR 2011, 276767), SAP Madrid, Secc. 10ª, de 7 de marzo 2012 (AC 2012, 1412), SAP Asturias, Secc. 7ª, de 30 de marzo de 2012 (JUR 2012, 148684), SAP Barcelona Secc. 14ª, de 10 de mayo de 2012 (AC 2012, 2075).

La polémica surge a raíz de la Nota conjunta del Banco de España y la CNMV de 20 de abril de 2010⁷⁵², donde se determina que si el swap está vinculado a otra operación crediticia⁷⁵³, las reclamaciones se debían dirimir por el Banco de España⁷⁵⁴, no siendo aplicable la Directiva europea, mientras que si no estuviera vinculado a otra operación, deberíamos aplicar la Ley del Mercado de Valores, quedando bajo la supervisión de la CNMV y rigiendo entonces los principios europeos de tutela del inversor de la Directiva MiFID⁷⁵⁵.

Dicha teoría se enmarca dentro de la regla del art. 19, apartado 9, de la Directiva MiFID, transpuesta a nuestro ordenamiento en virtud del art. 219 del TRLMV, en cuya virtud: *“(en) caso de que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero que ya esté sujeto a otras disposiciones de la legislación comunitaria o a normas europeas comunes para entidades de crédito y créditos al consumo relativas a*

RODRÍGUEZ ACHUTEGUI, Edmundo. «Los swaps también han de cumplir la directiva MIFID: STJUE 30 de mayo de 2013». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 6, 2013, pág. 78.

⁷⁵² Titulada de «Delimitación de competencias de la CNMV y del Banco de España en relación con la supervisión y resolución de las reclamaciones que afectan a instrumentos o productos financieros derivados de cobertura».

⁷⁵³ Indica al efecto dicha nota conjunta que *«el hecho de que el producto principal sobre el que gira el derivado (instrumento financiero) vinculado, sea un producto bancario, supone que el cliente a la hora de ser informado del producto ofertado y de la valoración de la adecuación del mismo a sus características, debe tener las garantías propias del cliente de servicios bancarios y no de inversor, ya que no emplea o quiere el derivado como producto de inversión sino solo en cuanto a vinculado a un producto bancario»*. Sobre la valoración de la misma véase CASTILLA CUBILLAS, Manuel. «Permutas financieras, riesgos en los préstamos hipotecarios a interés variable y test de conveniencia». En *Derecho de los Negocios*, N° 245, Febrero 2011, págs. 33-44.

⁷⁵⁴ Advierte ZUNZUNEGUI que la posición del Banco de España en el campo de protección del cliente bancario, dista de ser neutral, dada la vocación proteccionista del mismo hacia las entidades bancarias, bajo el influjo de hacer predominar la solvencia de las entidades sobre los intereses particulares. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Sobreendeudamiento y prácticas hipotecarias de las entidades bancarias». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 129, 2013, págs. 35-76.

⁷⁵⁵ GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. Así *“cuando el «producto» principal contratado sea un producto bancario, el cliente que lo contrata debe estar protegido por las garantías propias del cliente de servicios bancarios y no de un inversor, «ya que no emplea o quiere el derivado como producto de inversión sino solo en cuanto vinculado a un producto bancario y con el objeto de minorar los riesgos de fluctuación de tipos de interés o cambio de divisas”*. CASTILLA CUBILLAS, Manuel. Permutas...ob. cit., págs. 33-44.

*la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información, dicho servicio no estará sujeto además a las obligaciones establecidas en el presente artículo*⁷⁵⁶.

Pero son precisos dos requisitos como condición de aplicación de esta excepción: de un lado, que se oferte el servicio de inversión *“como parte de un producto financiero”*, y de otro, que esté sujeto a otras disposiciones europeas de contenido similar.

El primer requisito puede darse en aquellos casos en que el swap de tipos de interés se contrate asociado a un préstamo o crédito bancario, sirviéndoles de cobertura. No obstante, este requerimiento plantea ciertos problemas, que parten del cuestionamiento de los criterios que se usan en nuestro ordenamiento para ponderar la existencia de tal vinculación entre una operación financiera y un instrumento de cobertura por contraste con los instituidos por la STJUE de 30 de mayo de 2013⁷⁵⁷.

En dicho sentido, y a efectos de precisar el concepto *“que se ofrezca un servicio de inversión como parte de un producto financiero”*, en la nota conjunta citada se indica que hay vinculación, cuando se hubiese recogido así en el contrato de permuta financiera, cuando hubiera un reconocimiento por ambas partes, de la dependencia de la permuta, respecto del producto bancario o se hubiera procedido a la comercialización y oferta del derivado de forma vinculada al producto bancario. Se exige en todo caso para que se pueda hablar de vinculación, que el importe de la cobertura de la permuta, no sea superior al del producto(s) bancario a cubrir, y que haya coincidencia de plazo entre ambos productos. No obstante «no se exige una contratación simultánea de los dos productos, bancario y derivado vinculado, siendo

⁷⁵⁶ Además, no procede ninguna evaluación cuando se trata de la prestación de determinados servicios de inversión referidos a productos no complejos, siempre que concurren ciertas circunstancias (art. 19, apartado 6, Directiva 2004/39/CE). Quedan pues fuera de esta excepción las permutas financieras de tipos de interés, dado que figuran en el anexo I, sección C, punto 4, de la Directiva MiFID. Esto excluye, con arreglo al art. 38 Directiva 2006/1973, que tengan la consideración de productos no complejos.

⁷⁵⁷ Caso Genil 48. S.L., Asunto C-604/11, resolviendo una cuestión prejudicial planteada por el Juzgado de Primera Instancia n.º 12 de Madrid, a través de auto de 14 de noviembre de 2011.

posible que el segundo se haya contratado a posteriori y durante el plazo de vigencia del producto bancario» (apartado 1.1), admitiendo la existencia de vinculación cuando el derivado se encuentra ligado a dos o más productos bancarios (apartado 6). Por su parte la Orden EHA 2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, decreta que a los efectos de apreciar si un servicio de inversión ha sido ofrecido como parte intrínseca de un producto financiero, «no será necesario (...) que en la contratación del sistema de cobertura se produzca una vinculación expresa y formal con el préstamo, siendo suficiente que las partes reconozcan expresamente en dicha contratación que el sistema de cobertura se contrata con esa finalidad respecto de aquel». De igual modo, concreta que «dicha finalidad no podrá observarse, en ningún caso, cuando el importe nominal de la cobertura supere al del préstamo que pretende cubrir. Por el contrario, sí será posible observarla aun cuando el plazo del sistema de cobertura sea superior al del préstamo, siempre que este sea renovable y su no renovación suponga la cancelación del sistema de cobertura sin coste para el cliente».

Por contraste la STJUE⁷⁵⁸ indica que existe vinculación entre una operación financiera y un instrumento de cobertura sólo si dicha operación «forma parte de ese producto financiero en el momento en que éste se ofrece al cliente»⁷⁵⁹. En contra del criterio asentado por el apartado 1.1 de la Nota conjunta, este postulado parece por tanto reivindicar la contratación simultánea. Siendo la aquilatación de si un servicio de inversión ha sido ofertado como parte intrínseca de un producto financiero una cuestión fáctica, incumbe al órgano jurisdiccional del Estado miembro resolver si en el caso particular concurre o no dicha circunstancia⁷⁶⁰. La anterior aserción no obsta para que el

⁷⁵⁸ MERCADAL VIDAL, Francisco. «La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros: comentario de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta) de 30 de mayo de 2013». En *Diario La Ley*, n.º 8138, 2013.

⁷⁵⁹ Apartados 42 y 48 STJUE.

⁷⁶⁰ Apartado 43 STJUE.

TJUE pueda instituir algunos criterios orientativos, aseverando con dicho propósito y contradiciendo al efecto los criterios asentados en la Nota conjunta (apartados 1.1 5 y 6) que *«el hecho de que la duración del instrumento financiero al que se refiere dicho servicio sobrepase la del citado producto, de que un instrumento financiero único se aplique a distintos productos financieros ofrecidos al mismo cliente o de que el instrumento y el producto se ofrezcan en contratos diferentes son indicios de que ese mismo servicio no forma parte intrínseca del producto financiero en cuestión. Sin embargo, corresponde al órgano jurisdiccional remitente tener en cuenta todas las circunstancias del caso concreto al apreciar el vínculo entre el servicio y el producto financiero»*⁷⁶¹.

Por lo que al segundo requisito se refiere, se constata la omisión de su cumplimiento, dada la ausencia de disposiciones o estándares comunitarios referidos a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información⁷⁶². En especial se ha sostenido que no cabe la invocación de la Orden EHA 2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios⁷⁶³, y que entró

⁷⁶¹ Apartado 44 STJUE.

⁷⁶² En este sentido véase ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando: «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...* ob. cit., págs. 657. MERCADAL VIDAL, Francisco. HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit. págs. 56 y ss. De este modo *“para concluir que no son exigibles los tests de conveniencia e idoneidad de la Directiva MiFID, no basta con la mera existencia de una normativa «alternativa» del Estado miembro que discipline un determinado producto o servicio financiero al margen de aquella regulación. En efecto, en el contexto del art. 19.9 Directiva MiFID, la normativa diversa ha de ser de la Unión Europea y debe referirse «a la valoración de riesgos de los clientes o a los requisitos de información». Por consiguiente, aunque la citada Orden regule la evaluación de la solvencia de los clientes y establezca los requisitos de información a propósito de los servicios bancarios (especialmente, en cuanto a los instrumentos de cobertura ante la variación de los tipos de interés), ello no satisface las exigencias del art. 19.9 Directiva MiFID”*. MERCADAL VIDAL, Francisco. *La comercialización...* ob. cit. REDONDO TRIGO, Francisco. «La nulidad absoluta de los derivados financieros por incumplimiento de la normativa MiFID». En *Revista crítica de derecho inmobiliario*, n.º 723, 2011, págs. 628 y ss.

⁷⁶³ Dicha Orden resulta aplicable a los servicios bancarios (art. 2.1), excluyéndose expresamente los servicios, operaciones y actividades regidos por el TRLMV (art. 2.2), regulando a pesar de ello la información que debe proporcionarse en la contratación de instrumentos de cobertura de riesgo de tipos de interés vinculados a créditos o préstamos hipotecarios (art. 24). El desarrollo de esta Orden se articuló mediante la Circular 5/2012, que reemplazó a la Circular 8/1990.

en vigor en el año 2012, en base al citado art. 79 quáter⁷⁶⁴, al carecer de la fuerza jurídica necesaria para fundamentar la excepción⁷⁶⁵, no cumplir con los estándares europeos y no proporcionar un régimen de protección homólogo al que recogen los arts. 209 a 218. Dicha Orden, no obstante, al contemplar la información precontractual en materia de cobertura del riesgo de tipos de interés vinculados a préstamos hipotecarios contratados por personas físicas, ambiciona ser la única norma aplicable, en el ámbito de los servicios bancarios, definiendo su confín frente a los sujetos al TRLMV. Tal esquema supondría la existencia de instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés sujetos a la normativa MiFID (swaps de tipos de interés contratados por personas jurídicas, o físicas cuando no estén vinculados a préstamos hipotecarios) y otros regidos por la citada Orden (swaps de tipos de interés contratados por personas físicas vinculados a préstamos hipotecarios), hipótesis que conllevaría una inconsistencia ante una disciplina dispar.

Además, en cuanto al valor jurídico de la Nota conjunta del BE y la CNVM, se debe considerar que se trata de un simple comunicado, cuyo único propósito es deslindar competencias de carácter administrativo, pero no concretar la naturaleza jurídica del swap de tipos de interés⁷⁶⁶.

⁷⁶⁴ Actual art. 219 TRLMV.

⁷⁶⁵ *“En efecto, resulta anómalo que una Orden Ministerial pretenda alterar la delimitación y calificación jurídica de los instrumentos financieros contenida en la LMV y en las disposiciones de la Unión Europea”.* MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 71.

⁷⁶⁶ *“Si bien dicha nota no es una circular, ni tampoco goza de carácter normativo, resulta innegable su trascendencia dado que descarta la aplicación de la MiFID en la comercialización de derivados vinculados a un producto bancario, por lo que únicamente resulta exigible el cumplimiento de los requisitos propios de la normativa bancaria, criterio que se ha entendido contrario a las interpretaciones que sobre dicha cuestión ha ofrecido la Comisión Europea y entraría en contradicción con el informe sobre cláusulas suelo encargado por el Gobierno de España y remitido al Senado. En efecto, en dicho informe se reitera la interpretación contenida en la nota conjunta, no obstante lo cual curiosamente se remarca el carácter «independiente» del swap suscrito respecto del contrato de préstamo bancario, lo que pugnaría con la nota emitida con anterioridad. Tal contradicción resultaría sintomática, a nuestro entender, no solo de la plena autonomía del contrato de swap sino especialmente de la aplicabilidad de la MiFID a aquéllos contratos comercializados en el mercado minorista precisamente bajo el pretexto de*

De igual modo choca frontalmente con la consideración del swap de tipos de interés como contrato autónomo e independiente⁷⁶⁷.

Es por ello que dicha Orden constituía una flagrante infracción del Derecho comunitario⁷⁶⁸, pues dejaba desprotegidos a los clientes que contratasen swaps bajo las

dar cobertura al riesgo de un incremento del tipo de interés.” GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. Sobre la posición de las Audiencias Provinciales sobre la materia vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. La comercialización...ob. cit., págs. 61 y ss. BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. La permuta...ob. cit.

⁷⁶⁷ Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, «SWAPS: apaño entre la CNMV y el Banco de España». En *Revista de Derecho del Mercado Financiero RDMF*, 28 de abril de 2010. Afirma que *“la nota conjunta va más allá de un convenio de colaboración para mejorar la gestión de las reclamaciones, pronunciándose sobre el régimen aplicable a los swaps. Así por ejemplo afirma la nota que en la comercialización de derivados vinculados a un producto bancario únicamente se debe exigir el cumplimiento de los requisitos exigidos por la normativa bancaria, descartando la aplicación de la MiFID, incluso en lo relativo a la prohibición de incentivos. Este criterio es contrario a las interpretaciones que ha dado la Comisión Europea.”* En idéntico sentido PAGADOR LÓPEZ, Javier. «Los swaps en el sistema contractual español». En *Derecho de los Negocios*, Nº 257, Febrero 2012, págs. 25-32, que indica que *“no puede extrañar por ello que en la mencionada «nota conjunta» se haya visto un «apaño» del Banco de España y de la Comisión Nacional del Mercado de Valores”*. Vid. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit.

⁷⁶⁸ Señala en efecto la SAP de Las Palmas 281/2013, secc. 5ª, de 28 de junio de 2013 que *“como ya ha dicho este Tribunal en Sentencia de 24 de mayo de 2011 «dicho comunicado, de fecha 20 de abril de 2010, tiene un carácter meramente orientativo, y su finalidad no es pronunciarse propiamente sobre la naturaleza jurídica de este tipo de contratos sino establecer una delimitación competencial entre ambas entidades a la hora de residenciar las reclamaciones que se les efectúen por tales productos»*. A lo que añadimos nosotros, que el propio comunicado se autocalifica como una simple “nota”, pues empieza diciendo que *«La presente nota tiene por objeto delimitar...»*, y dice también, al delimitar el concepto de producto vinculado, en su apartado 1.3 que *«Se exige en todo caso y para que se pueda hablar de vinculación, que el importe nocional de la cobertura no sea superior al del producto o productos bancarios a cubrir»*. Igualmente la SAP de Vigo, secc. 6ª, núm. 426/2015, de 14 de septiembre entiende, con la mayoría de la doctrina, que la normativa MiFID sí es aplicable a los productos del tipo que son objeto del presente litigio (Swap), pues *“en palabras de las SSAP Las Palmas 23 marzo 2015 y 28 de enero de 2015, que resuelven asuntos análogos el presente, se dice que “ pese a que las entidades de crédito vienen sosteniendo en diversos procesos que no son de aplicación las normas de protección de inversores que se comprenden en la Directiva MIFID 2004/39 y en la Ley del Mercado de Valores a los swaps de intereses que dichas entidades ofertaron a los prestatarios de préstamos hipotecarios (como son los dos contratos que se ofertaron por la entidad a los demandantes) y que la comercialización de swaps de intereses no comportaba servicio de asesoramiento al inversor (que reforzaba las exigencias de información al inversor sobre todas las circunstancias relativas al producto ofertado y la información de que la entidad disponía sobre el riesgo objeto de cobertura) por ofertarse de modo vinculado a contratos de préstamo con garantía hipotecaria, lo cierto es que debe rechazarse totalmente dicha interpretación parcial y sesgada respecto a un producto de inversión complejo y cuya concertación comportaba extremado riesgo (hasta el punto de que de ser un pretendido instrumento de “cobertura de riesgos” se ha revelado en sus efectos prácticos como un instrumento financiero complejo generador de enormes riesgos”*.

condiciones citadas, al contar únicamente con las garantías propias del cliente de servicios bancarios, pero no con las garantías inherentes a su condición de inversor (al descartarse la aplicación de la MiFID), siendo pues objeto de denuncia al Comité Europeo de Reguladores y Valores (CESR), el 10 de mayo de 2010, y reiterado a ESMA, el 9 de febrero de 2011.

De otro lado queremos manifestar que en Memoria del Servicio de Reclamaciones del Banco de España del ejercicio 2012, publicada el 5 de agosto de 2013 se consagra el error perpetrado por el art. 24 de la Orden EHA/2899/20144 con referencia a los swaps al señalar que *“A estos productos financieros, cuando son contratados para la finalidad de cobertura del riesgo de tipo de interés de un producto de financiación bancario, les son de aplicación las normas de transparencia aplicables a los productos bancarios”*.

El gobierno finalmente ha puesto punto y final a la polémica suscitada a través de la Ley 10/2014, de 26 de junio, *de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades de crédito*, en la que, como señala su preámbulo *“se da nueva redacción al artículo 79 quáter⁷⁶⁹ con la finalidad de extender el régimen de información al cliente previsto, con carácter general, en los artículos 79 bis y 79 ter⁷⁷⁰, a aquellos servicios de inversión que se pudieran ofrecer vinculados a otros productos financieros. Esto sin perjuicio de que estos otros servicios, como por ejemplo los préstamos hipotecarios, ya cuenten con su propia normativa de transparencia y protección al cliente. De este modo, con el fin de elevar al máximo la protección a los inversores y garantizar la seguridad jurídica y la homogeneidad en la normativa de transparencia aplicable a la comercialización de servicios de inversión, se anticipa en España la extensión de este régimen de información al cliente, en línea con los proyectos normativos de la Unión Europea en materia de mercados de instrumentos financieros”*.

⁷⁶⁹ Actual art. 219 TRLMV.

⁷⁷⁰ Arts. 209-218 TRLMV.

Además, siguiendo dicha línea el art. 19.2 de la Ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, tras la reforma operada por la citada ley, establece que, las entidades de crédito *“ofrecerán a quienes soliciten préstamos hipotecarios a tipo de interés variable al menos un instrumento, producto o sistema de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés, siempre que este resulte adecuado para el cliente, de conformidad con lo establecido en el art. 79 bis⁷⁷¹ de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores*, confirmando con ello la aplicabilidad de la norma a todos los swaps⁷⁷².

En todo caso, a nivel jurisprudencial, tras una petición de decisión prejudicial del Juzgado de Primera Instancia nº 12 de Madrid, la Sentencia del TJUE de 30 de mayo de 2013⁷⁷³ ya se había concluido categóricamente que los swaps son instrumentos financieros a los que deviene aplicable la MiFID ⁷⁷⁴, y dicho criterio ha sido

⁷⁷¹ Arts. 209-217 TRLMV.

⁷⁷² Nótese que la coetilla *«...siempre que este resulte adecuado para el cliente, de conformidad con lo establecido en el art. 79 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores»* fue introducida por la D.A. 5.ª de Ley 10/2014, de 26 de junio.

⁷⁷³ Para un estudio en profundidad de la sentencia vid. MARÍN NARROS, Héctor Daniel; AGUILAR LOBATO, Sergio. «La aplicación de la normativa MIFID y el artículo 79 quáter de la LMV en los contratos bancarios conforme a la interpretación efectuada por la STJUE de 30 de mayo de 2013, por la SAN de 15 de julio de 2013 y por la jurisprudencia del Tribunal Supremo». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 749, Mayo 2015, págs. 1694-1723. Tres conclusiones se pueden extraer de la citada Sentencia. La primera conmina a considerar los swaps como productos complejos. La segunda compele a valorar el riesgo de los clientes y a ofrecer información suficiente cuando un servicio de inversión forma parte intrínseca de un producto financiero. La tercera afirma que si la comercialización de un swap conlleva un asesoramiento debe quedar sujeto al test de conveniencia e idoneidad. Véase RODRÍGUEZ ACHUTEGUI, Edmundo. Los swaps...ob. cit.

⁷⁷⁴ Dicha conclusión ha sido reiteradamente sostenida en la jurisprudencia. Sostiene en efecto la SAP de Pontevedra 246/2013 de 24 de mayo, en su fundamento jurídico cuarto que *“(...) no existen dudas sobre la aplicación de la Ley del Mercado de Valores a este tipo de contratos (art. 2 LMV), en la redacción dada por la ley 47/2007, de 19 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que traspone la famosa Directiva 2004/39 CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a los mercados de instrumentos financieros por la que se modificaban directivas procedentes. Denominada MIFID (Markets in Financial Instrument Directive) y que marca una pauta no sólo continuista con la protección de la clientela de tales productos, sino que la implementa.”* En la misma línea afirma la SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 4ª, 218/2013, de 7 de junio aludiendo al artículo de FERNANDO ZUNZUNEGUI, “Negociación de swaps por cuenta propia” publicado en el número de junio de 2012 de la Revista de Derecho del Mercado Financiero, que *“Pese a que las*

posteriormente confirmado por el Supremo en SSTS 840/2013, de 20 de enero de 2014, 110/2015, de 26 de febrero de 2015 y 535/2015, de 15 octubre. Revela en efecto el TS⁷⁷⁵ que *“deben ser rechazadas, sin necesidad de mayores consideraciones, las alegaciones del motivo segundo sobre la inaplicación al caso de esta normativa por razón de la naturaleza del contrato, pues se oponen a la doctrina de la citada STS nº 840/2013 y de las posteriores ya mencionadas, dado que en el anexo I de la Directiva MiFID se incluyen como instrumentos financieros, en la sección c) 4, los contratos de permuta financiera (swaps), cuyo sometimiento a la normativa indicada -como productos financieros complejos- no puede ser objeto de discusión tras la STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48 S.L. (C- 604/2011)”*.

Pero ¿qué sucede con el régimen dispuesto por la Orden EHA 2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios?

entidades de crédito vienen sosteniendo en diversos procesos que no son de aplicación las normas de protección de inversores que se comprenden en la Directiva MIDIF (...) y en la Ley del Mercado de Valores a los swaps de intereses que dichas entidades ofertaron a los prestatarios de préstamos hipotecarios (...) y que la comercialización de swaps de intereses no comportaba servicio de asesoramiento al inversor (...) por ofertarse de modo vinculado a contratos de préstamo con garantía hipotecaria, (...) debe rechazarse totalmente dicha interpretación parcial y sesgada (...). Las entidades de crédito venían entendiendo que la normativa MIDIF [sic] no era de aplicación por serlo la excepción contemplada en el apartado 9 del artículo 19 de la Directiva 2004/39, pero esa sesgada interpretación que vulneraba claramente las normas establecidas para la protección del inversor por la Unión Europea (...) y que intentaron sostener también conjuntamente la CNMV y el Banco de España en su nota conjunta publicada el 20 de abril de 2010 (...) ha sido completamente rechazada por la (...) sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 30 de mayo de 2013 (...) que ha dejado claramente sentado (...) que: (...) La finalidad que se persigue con la Directiva MIFID (...) es ofrecer a los inversores un alto nivel de protección (...). Los swaps de intereses son instrumentos financieros complejos (...) y la oferta personalizada de dichos instrumentos financieros complejos comporta obligación de la entidad ofertante (...) de clasificación del cliente, de realización del correspondiente test de idoneidad del inversor, de realización de juicio sobre la adecuación del producto (...) y de advertencia expresa al cliente de que el producto no es adecuado (...), si así lo fuere. (...) La excepción (...) “(...) se dará (...) ÚNICAMENTE SI FORMABA PARTE INTRÍNSECA DE UN PRODUCTO FINANCIERO (...). El hecho de que la duración del instrumento financiero (...) sobrepase la del citado producto, de que un instrumento financiero único se aplique a distintos productos financieros ofrecidos al mismo cliente o que el instrumento y el producto se ofrezcan en contratos diferentes son indicios de que ese mismo servicio no forma parte intrínseca del producto financiero en cuestión. (...) Lo dispuesto en la legislación de la Unión y en las normas europeas comunes a las que se refiere dicho precepto DEBE PERMITIR UNA VALORACIÓN DEL RIESGO DE LOS CLIENTES O ESTABLECER REQUISITOS DE INFORMACIÓN (...)”.

⁷⁷⁵ STS 756/2015, de 26 de febrero de 2015.

Existen en nuestro ordenamiento tesis contradictorias respecto a la aplicabilidad de la citada Orden.

De un lado la Sentencia de la Audiencia Nacional de 15 de julio de 2013 puntualiza que a los swaps no sólo se les aplica la LMV (actual TRLMV), sino con carácter adicional, en tanto compatible con ese régimen de protección, lo dispuesto en la normativa general financiera⁷⁷⁶, donde destacan la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre (y en especial su art. 24)⁷⁷⁷ y la Circular 6/2010, de 28 de septiembre del Banco de España, dirigida a entidades de crédito y entidades de pago, sobre publicidad de los servicios y productos bancarios, sumándose ambos regímenes en aras a obtener una mayor protección para el cliente bancario⁷⁷⁸.

⁷⁷⁶ En la misma línea MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición...ob. cit. pág. 3036 señala que *“hay que advertir que los inversores minoristas no son exactamente consumidores, pero merecen un tratamiento jurídico protector diferenciado como el de estos, sean o no consumidores; por lo que, en función de cada caso, pueden confluir normas de la Directiva MiFID y la Orden EHA de 2011 con el TR de 2007.”*

⁷⁷⁷ *“Por consiguiente a nuestro juicio, deberá abogarse por la referida aplicación conjunta o cumulativa, aunque no parezca la solución óptima desde el punto de vista de la técnica jurídica. De esta manera, las personas físicas que contraten instrumentos de cobertura del riesgo de tipos de interés vinculados con préstamos hipotecarios gozarían de la protección del art. 24 de la Orden (que regiría en cuanto a la información que debe proporcionarse al cliente por parte de la EC), subsistiendo las demás obligaciones derivadas de la normativa MiFID, principalmente las de clasificar a los clientes y de recabar información de los mismos”.* MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., págs. 61 y ss. Igualmente vid. BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. *La permuta...*ob. cit.

⁷⁷⁸ Existe un régimen especial para los sistemas de cobertura de interés que se comercialicen vinculados a un préstamo concedido por la propia entidad que contempla el art. 24.1 de la Orden EHA/2899/2011 y donde se impone la obligación de entregar al cliente una ficha de información personalizada que incluya: a) La naturaleza del instrumento de cobertura, si se trata de un límite al alza del tipo de interés, o si se trata de otro tipo de instrumento de cobertura ya sea porque el límite al alza vaya acompañado de un límite a la baja, o por cualquier otra característica, en cuyo caso se indicará expresamente que el producto no se limita a proteger al cliente frente al alza de tipos. b) Su duración y, en su caso, las condiciones para su prórroga o renovación. c) En función de la naturaleza del instrumento, si fuera el caso: 1.º la obligatoriedad del pago de una prima, y su importe; 2.º las potenciales liquidaciones periódicas del instrumento, producto o sistema de cobertura, teniendo en cuenta diversos escenarios de tipos de interés que respondan a la evolución histórica del tipo de referencia, destacando la posibilidad de que las mismas pueden ser negativas; 3.º la metodología de cálculo del coste asociado a una cancelación anticipada, con referencia a distintos escenarios de tipos de interés que respondan a la evolución histórica del tipo de referencia. d) Y otras características del instrumento, producto o sistema de cobertura que pudiera establecer el Banco de España.

Conviene sin embargo puntualizar que la citada Orden reduce su ámbito de aplicación a las personas físicas (art. 2.1)⁷⁷⁹, no siendo aplicable a personas jurídicas, cualquiera que fuere el instrumento de cobertura que contraten, ni a las personas físicas que contraten un instrumento de cobertura del riesgo de tipos de interés que no se halle vinculado a un préstamo hipotecario.

Una vez concretada la aplicabilidad del TRLMV al ámbito que nos ocupa, y siendo los swaps, instrumentos financieros incluidos en el art. 2 del TRLMV, quedan por ende sujetos siempre al art. 208 TRLMV, que recoge la obligación de diligencia y transparencia, al exigir que los bancos que ofrezcan swaps se comporten “*con diligencia y transparencia en interés de sus clientes, cuidando tales intereses como si fueran propios.*”

En todo caso, queremos resaltar que las obligaciones que afectan a las empresas de servicios de inversión abarcan no sólo la obligación de informar, sino de informarse de la competencia financiera del cliente con el que contrata para asesorarle en concordancia⁷⁸⁰. Ello es debido a la complejidad del sector financiero, donde la fase precontractual adquiere una especial importancia, asignándole unas peculiaridades propias y obligando a dotar al consumidor de una protección apropiada, lo cual se logra a través de los mecanismos señalados en el párrafo anterior.

Es preciso además el ofrecimiento de una información adecuada, con un elevado estándar de cumplimiento en los tres instantes que comprenden la contratación; en la fase precontractual, a consecuencia de los mecanismos de garantía de transparencia del mercado y de información suficiente; en fase contractual, a través de

⁷⁷⁹ Señala el art. 2.4 que cuando el cliente actúe en el ámbito de su actividad profesional o empresarial, las partes podrán acordar que no se aplique total o parcialmente lo previsto en esta orden, con la excepción de las normas relativas a la contratación de préstamos hipotecarios.

⁷⁸⁰ “*En atención a la naturaleza especial que tienen en general los contratos bancarios y en particular los swaps, dado el riesgo que comportan y la difícil comprensión de sus cláusulas, la perfección de los mismos está sujeta a un específico deber de información por parte de la entidad financiera. Dicho deber abarca no solamente el contenido del contrato sino la idoneidad de cliente para suscribirlo.*” CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. Swaps...ob. cit.

la normativa sobre cláusulas abusivas y condiciones generales de la contratación, en aras a preservar un adecuado equilibrio entre las prestaciones; y finalmente en la fase postcontractual, a través de los respectivos mecanismos de reclamación.

Además es imperativo que el banco que preste servicios de inversión actúe en interés del cliente adecuando el servicio al perfil del mismo.

Los principios referidos (información y adecuación) integran el contenido del contrato, y su conculcación conlleva la correlativa obligación de indemnizar.

Queremos por otro lado constatar que estamos en presencia de una relación de colaboración, donde el banco presta un servicio al cliente, no pudiéndose tildar aquel de vendedor, ni tampoco aplicar a la relación contractual el “*caveat emptor*”. De este modo que señala la STS 610/2015, de 30 de octubre “*Por ello, la normativa contenida en la LMV (básicamente, artículos 78, 78 bis, 79 y 79 bis)*⁷⁸¹ *pretende mejorar la protección del inversor, reforzando tres principios básicos que deben cumplir las entidades financieras cuando prestan servicios de inversión: actuar de forma honesta, imparcial y profesional, en el mejor interés de sus clientes; proporcionarles información imparcial, clara y no engañosa; y prestar servicios y ofrecer productos teniendo en cuenta las circunstancias personales de los clientes, intentando así evitar que el cliente contrate productos o servicios no ajustados a su perfil o que no satisfagan sus expectativas. De manera tal que las normas contenidas en la LMV y en el RD 217/2008, sobre el Régimen Jurídico de las Empresas de Servicios de Inversión, deben integrarse como supuesto de hecho de la norma privada aplicable, y el incumplimiento de dicha normativa puede comportar la falta de buena fe de la entidad de crédito, la falta de una adecuada información a su cliente, y la creación en éste de un error sobre las características y naturaleza del contrato que motivó su contratación.*”

⁷⁸¹ Actuales arts. 208-217 TRLMV.

Por último, conviene recordar que a tenor del art. 5.1 de la *Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito*, el Ministerio de Economía y Competitividad podrá dictar disposiciones relativas a:

- A. La información precontractual que debe facilitarse a los clientes, la información y contenido de los contratos y las comunicaciones posteriores que permitan el seguimiento de los mismos. El objetivo es que reflejen con la máxima claridad y de forma explícita los derechos y obligaciones de las partes, los riesgos derivados del servicio o producto para el cliente y las demás circunstancias necesarias para garantizar la transparencia de las condiciones más relevantes de los servicios o productos y permitir al cliente evaluar si estos se ajustan a sus necesidades y a su situación financiera. Se exige además que los contratos relativos a estos productos y servicios se formalicen por escrito o en formato electrónico o soporte duradero.
- B. La transparencia de las condiciones de comercialización o contratación de los servicios o productos bancarios y, en su caso, el deber y la forma en que deben comunicar tales condiciones a su clientela o al Banco de España⁷⁸².
- C. Los principios y criterios a los que debe sujetarse la actividad publicitaria de los servicios o productos bancarios, y las modalidades de control administrativo sobre la misma, con la finalidad de que ésta resulte clara, suficiente, objetiva y no engañosa.
- D. Las especialidades de la contratación de servicios o productos bancarios de forma electrónica o por otras vías de comunicación a distancia y la información que, al objeto de lo previsto en este artículo, debe figurar en las páginas electrónicas de las entidades de crédito.
- E. El ámbito de aplicación de las normas dictadas al amparo de este artículo a

⁷⁸² “Se podrán establecer, asimismo, condiciones básicas de los servicios o productos bancarios de debido cumplimiento para las entidades de crédito. En particular, solo podrán percibirse comisiones o repercutirse gastos por servicios solicitados en firme o aceptados expresamente por un cliente y siempre que respondan a servicios efectivamente prestados o gastos habidos que puedan acreditarse”.

cualesquiera contratos u operaciones de la naturaleza prevista en dichas normas, aun cuando la entidad que intervenga no tenga la condición de entidad de crédito.

Dispone finalmente la D.A. cuarta que “*en relación con las personas físicas o jurídicas que, sin estar inscritas en algunos de los registros administrativos legalmente previstos para entidades de carácter financiero, ofrezcan al público la realización de operaciones financieras de activo o de pasivo o la prestación de servicios financieros, cualquiera que sea su naturaleza, se faculta al Ministerio de Economía y Competitividad, de oficio o a instancia del Banco de España o de cualquier otra autoridad, para: a) Solicitar de los mismos, por sí o a través del Banco de España, el suministro de cualquier información, contable o de otra naturaleza, relativa a sus actividades financieras, con el grado de detalle y con la periodicidad que se estimen convenientes. b) Realizar, por sí o a través del Banco de España, las inspecciones que se consideren necesarias a efectos de aclarar cualquier aspecto de las actividades financieras de dichas personas o entidades y su adecuación al ordenamiento jurídico o confirmar la veracidad de la información a la que se refiere el apartado anterior*”.

2.3. Examen especial de las obligaciones de las entidades de crédito en la comercialización de los swaps.

A) Obligación de actuar con diligencia y transparencia

Los deberes de conducta de las entidades de servicios de inversión quedan acotados a través de la obligación de diligencia y transparencia, que se erige en la norma elemental en la materia. A tenor del art. 208 TRLMV “*Las entidades que presten servicios de inversión deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de*

sus clientes, cuidando de tales intereses como si fueran propios, y, en particular, observando las normas establecidas en este capítulo y en sus disposiciones reglamentarias de desarrollo”.

Como matiza el segundo párrafo del art. 208⁷⁸³, existe una íntima conexión entre la obligación de diligencia y transparencia y los alicientes que la entidad de servicios de inversión pueda tener en una operación pues *“En concreto, no se considerará que las empresas de servicios de inversión actúan con diligencia y transparencia y en interés de sus clientes, si en relación con la provisión de un servicio de inversión o auxiliar pagan o perciben algún honorario o comisión, o aportan o reciben algún beneficio no monetario que no se ajuste a lo establecido en las disposiciones que desarrollen esta Ley”*. Es pues obligación de las entidades de servicios de inversión, contener dichos conflictos a través de una serie de deberes que quedan contemplados en el art. 195, tal como estudiamos en el Capítulo III.

En la normativa pre-MiFID, aparte del antiguo art. 79 LMV, regía el derogado RD 629/1993, en cuyo Anexo, se regulaban los deberes de imparcialidad y de buena fe (art. 1) y de cuidado y diligencia (art. 2) bajo la rúbrica, “Código general de conducta de los mercados de valores”.

Este deber engloba en sí mismo, todas las obligaciones que incumben a las entidades de crédito en la contratación de swaps⁷⁸⁴, cuyo desarrollo acomete el Capítulo I del Título VII TRLMV bajo la rúbrica “Normas de conducta aplicables a quienes presten servicios de inversión”.

Del deber de diligencia y transparencia, dimana el requerimiento de que las entidades de crédito, se conduzcan de conformidad con ciertos parámetros de

⁷⁸³ Vid. art. 26 Directiva 2006/73.

⁷⁸⁴ MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., págs... 84 y ss.

lealtad⁷⁸⁵, debiendo cuidar los intereses de sus clientes como si fuesen los suyos propios. Dichos parámetros se manifiestan en un conjunto de obligaciones específicas delimitadas por la normativa del mercado de valores, de las que daremos puntual cuenta en los apartados siguientes. Dentro de las mismas merece especial consideración la obligación de asesorar en atención a las necesidades de los clientes⁷⁸⁶, pues como pone de relieve la SAP de Asturias de 16 de julio de 2014 a las entidades financieras se les exige una *“diligencia profesional específica a la entidad de inversión, que se ha de materializar en un deber de información riguroso y adaptado a las características de la operación a contratar y de la persona a quien se dirige”*.

Conviene sin embargo puntualizar que⁷⁸⁷ a la entidad bancaria no se le exige un deber de fidelidad al cliente, en el sentido de anteponer el interés de éste al suyo o haciéndolo propio. Dado que estamos ante un contrato sinalagmático, cada parte velará por su propio interés, lo que no obsta para que pueda y deba exigirse a la entidad bancaria un deber de lealtad hacia su cliente conforme a la buena fe contractual (art. 7 C.c.).

En todo caso, cabe añadir que el cumplimiento de la obligación de lealtad que nos atañe, debe extremarse cuando surjan conflictos de intereses, en los casos en que la propia entidad se erija en oferente del producto en cuestión⁷⁸⁸ y en el supuesto de

⁷⁸⁵ De los cuales hay reflejo también en el Código civil o en la normativa de protección de consumidores.

⁷⁸⁶ *“El principio de transparencia informativa (mandatory full disclosure), ha venido siendo uno de los pilares fundamentales de la regulación de los mercados de valores desde que las «securities laws» norteamericanas de 1933 y 1934 inauguraran propiamente esta rama del ordenamiento jurídico de los países con economías de mercado. Este ha sido también el caso de España desde que se promulgara la Ley 24/1988 del Mercado de Valores y es, desde luego, un principio fundamental en el Derecho de la Unión Europea, en especial, desde la promulgación de la Directiva MiFID I. Es por ello que podemos decir que se ha convertido en la actualidad en uno de los paradigmas fundamentales de nuestro actual Derecho del Mercado de Valores”*. FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro. «Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria». En *Diario La Ley*, Nº 8549, Sección Doctrina, 28 de mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY.

⁷⁸⁷ SAP de Vizcaya, secc. 4ª, núm. 690/2010, de 14 de septiembre.

⁷⁸⁸ Vid. SSAP de Girona (secc. 1ª), de 18 de febrero de 2011 (FD 5º); de 1 de septiembre de 2011 (FD 5º); León (secc. 1ª), de 5 de diciembre de 2011 (FD 2º); Salamanca (secc. 1ª), de 21 de junio de 2011

conurrencia de una relación de asesoramiento. Este último caso, exige la presencia de parámetros de actuación especiales intensos en la obligación de diligencia y transparencia. Este deber conmina a la entidad a ofertar a los clientes los productos que más se adecúen a sus necesidades y recomendar, los que por ende, resulten más convenientes para los intereses del mismo. No obstante, dicho deber, no ha sido satisfecho en los casos en que el producto ofertado y recomendado, comporta importantes riesgos y limitaciones de la cobertura que la entidad debía brindar. Dichas limitaciones se originan a través de la introducción de “barreras” o “*knocks-in*” que comportan que el cliente del swap de tipo de interés deba pagar cuando el interés de referencia (generalmente el Euribor) es inferior al tipo fijo, pero cuando éste es superior, la obligación de pago que pesa sobre la entidad, se ve limitada a través de la barrera introducida en el contrato. Todo ello supone un subterfugio que enerva el equilibrio del contrato a favor de la entidad de crédito, y conduce a mi juicio a la vulneración de la citada obligación. Como recalca la meritada Sentencia del Pleno de 20 de enero de 2014⁷⁸⁹, (...) *"En un caso como el presente, en que el servicio prestado fue de asesoramiento financiero, el deber que pesaba sobre la entidad financiera no se limitaba a cerciorarse de que el cliente minorista conocía bien en qué consistía el swap que contrataba y los concretos riesgos asociados a este producto, sino que además debía haber evaluado que en atención a su situación financiera y al objetivo de inversión perseguido, era lo que más le convenía"*.

En íntima conexión con lo expuesto, se halla el principio de mejor ejecución que contemplan los arts. 221-224 TRLMV y 77-81 RD 217/2008. Dicho principio interpela a las entidades de servicios de inversión que ofrezcan al cliente un instrumento de cobertura de riesgo de tipos de interés y reciban del mismo la respectiva orden, la gestión, pese a no contar con instrucciones específicas al respecto, de los productos

(FD 3); Sevilla (sección 8ª) de 28 de noviembre de 2011 (FD 3º); Zaragoza (secc. 5ª) de 4 de marzo de 2011 (FD 5º)...En este sentido MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 87.

⁷⁸⁹ Citada por la STS 550/2015, de 13 de diciembre.

que mejor se acomoden a las necesidades del cliente, y no productos que encierren riesgos importantes en caso por ejemplo de bajada de los tipos de interés o que integren considerables limitaciones en la cobertura contratada, correspondiendo, informarle apropiadamente. De ello se infiere que el prestador del servicio de inversión sólo puede constituir contrapartida con un producto propio, en el supuesto de que dicha ejecución entrañe la mejor ejecución de la operación. De lo dicho se infiere que la negociación por cuenta propia de swaps, con la simultánea contratación de operaciones espejo por parte del banco que se erige en contrapartida, donde haya un margen no notificado al cliente, puede generar responsabilidad del banco prestador del servicio. Lo correcto, de conformidad con la obligación de mejor ejecución, sería el cierre directo de la operación entre el cliente y el tercero que oferta la operación espejo, cobrando el banco prestador de servicio de inversión la comisión de intermediación. Si en vez de dirigirse al mercado en busca del mejor producto, el banco coloca un producto propio, con el consecuente conflicto de intereses, dicha autoentrada queda condicionada a la mejor ejecución de la operación conforme a su política de ejecución de órdenes y a la notificación al cliente del conflicto que entraña la autoentrada del comisionista.

B) Obligación de clasificar a los clientes

Uno de los fundamentos básicos del nuevo Código de Conducta de MiFID, se basa en el sistema de clasificación de la clientela de los servicios de inversión, articulándose con ello un método proporcional de protección, en función de dichos criterios clasificatorios⁷⁹⁰.

⁷⁹⁰ Sobre la clasificación de clientes vid. SKINNER, Chris. *The future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. Chichester: John Wiley & Sons, 2009, págs. 42 y ss. MALONEY, Niamh. *EU Securities...ob. cit.*, p. 352. GRUNDMAN, Stefan; ATAMER, Yesim M. *Financial Services, Financial Crisis and General*

En efecto, tal y como revela la SAP León de 12 de julio de 2012⁷⁹¹, en aras a concretar el contenido del deber de información de los bancos y la normativa aplicable, el contenido y la categoría de la información a suministrar cumplen distintos requisitos en función de la clase de cliente de que se trate y del momento contractual⁷⁹². La definición del perfil del cliente, cumple por consiguiente, una función integradora del contenido del contrato⁷⁹³.

Compete a las empresas de servicios de inversión, la segmentación de su clientela en clientes profesionales o minoristas (art. 203 TRLMV). El art. 207, alude por su parte a las contrapartes elegibles⁷⁹⁴.

El derogado RD 629/1993, no contemplaba categóricamente dicha obligación, señalando el art. 4.1. de su Anexo que las entidades debían recabar información de los clientes *“para su correcta identificación, así como información sobre su situación financiera, experiencia inversora y objetivos de inversión cuando esta última sea relevante para los servicios que se vayan a proveer”*.

European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting. The Netherlands: Kluwer Law International, 2011, págs. 112 y ss. PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., págs. 28 y ss.

⁷⁹¹ La Sentencia declaró la nulidad de los dos contratos denominados Stockpymes suscritos por los actores (clientes minoristas) a iniciativa del Banco el 1 de febrero de 2007 y 14 de septiembre de 2007 por el Importe Nocial de 60.000 € en ambos casos.

⁷⁹² A tales efectos debemos remitirnos a los requisitos contenidos en la Ley 47/2007, de 29 de diciembre, por la que se modifica la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en sus artículos 78 y ss., y por los artículos 60 y ss. del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero, sobre el régimen jurídico de las empresas de servicios de inversión y por el que se modifica parcialmente el Reglamento de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva, aprobado por el Real Decreto 1309/2005, de 4 de noviembre.

⁷⁹³ STS de 18 de abril de 2013. Así afirma PULIDO que *“El Código de buena conducta se modula en función del tipo de cliente con quien se esté tratando y, para lograrlo, se parte de un principio básico y bien contrastado por la práctica: el pequeño ahorrador, inversor ocasional y con poca experiencia, debe ser protegido, mientras que cierto tipo de clientes, de gran experiencia y conocimientos, no lo necesita, por contar con instrumentos suficientes para protegerse de manera autónoma”*. PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., pág. 25.

⁷⁹⁴ La Ley Dodd-Frank por su parte clasifica los miembros del mercado de Derivados OTC en Swap Dealers, Major Swap Participants, Financial Users of Swaps, End Users y Central Banks, con el propósito de concretar a qué obligaciones se sujeta cada una y en su caso, la excepción de aplicación.

Puesto que la ejecución individualizada de dicha labor, resulta extremadamente complicada y gravosa, la MiFID consigna ciertas presunciones, con un ulterior mecanismo correctivo⁷⁹⁵.

En efecto, dicho proceso de categorización se realiza en dos fases. En una primera fase, la entidad, antes de ofrecer los servicios de inversión, debe comunicar al cliente, en soporte duradero, su clasificación a tenor de las reglas objetivas establecidas en el TRLMV. En una segunda fase, la entidad debe informar al cliente, en soporte duradero del derecho que le asiste el derecho de exigir una nueva categorización, si se dan las condiciones establecidas, advirtiéndole de las consecuencias que ello conlleva⁷⁹⁶.

⁷⁹⁵ La MiFID define al cliente profesional en su art. 4.1.11, que se remite a su Anexo II, y minorista en el art. 4.1.12, con carácter residual, como todo aquel que no es profesional. El apartado I del Anexo II comprende un elenco cerrado de clientes profesionales, mientras que su apartado II señala quiénes pueden ser tratados como profesionales, si así lo requieren. El criterio de individualización de los clientes profesionales no es el mismo en nuestro TRLMV, pues además de una lista cerrada incluye en el apartado 205. 2 una cláusula por cuya virtud *“tendrán la consideración de clientes profesionales aquéllos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos”*. Sobre la crítica a esta disparidad vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., págs. 94-95.

⁷⁹⁶ La clasificación de los clientes citada, no implica una lista cerrada o *numerus clausus*, pues como advierte el art. 61.1 RD 217/2008, a los clientes les asiste el derecho a exigir una clasificación distinta. Señala su tenor que las entidades *“deberán comunicar a sus clientes, en un soporte duradero, que les asiste el derecho, en su caso, a exigir una clasificación distinta, indicando las limitaciones que esa nueva clasificación podría suponer en cuanto a la protección del cliente.”* Conviene destacar el tenor del art. 61 que en sus apartados 2-4 señala: 2. *A los efectos de lo dispuesto en el apartado anterior, las entidades por propia iniciativa o a petición del cliente, podrán:* a) *Tratar como cliente profesional o minorista a un cliente que, en su defecto podría clasificarse como contraparte elegible en virtud de lo dispuesto en el párrafo primero del artículo 78 ter.1 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio.* b) *Tratar como cliente minorista a un cliente que se considere profesional en virtud de lo dispuesto en las letras a) a d) del 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de Julio. En este sentido, corresponderá al cliente profesional solicitar un mayor grado de protección cuando considere que no está en condiciones de valorar o gestionar correctamente los riesgos a los que se expone. En concreto, se le tratará como cliente minorista cuando celebre un contrato escrito con la entidad en el que se precisarán los servicios y tipos de productos y transacciones en relación con los cuales se le dará tratamiento de cliente minorista.* 3. *A efectos de lo dispuesto en el 78 bis.3.e) de la Ley 24/1988, de 28 de Julio, para que las personas indicadas en dicha letra puedan ser tratadas como clientes profesionales, deberá observarse el siguiente procedimiento:* a) *El cliente deberá pedir por escrito a la entidad su clasificación como cliente profesional, bien con carácter general, bien para un servicio o transacción determinada, o para un tipo de producto o transacción específico.* b) *La entidad deberá advertirle claramente por escrito de las protecciones y posibles derechos de los que se*

Tanto la MiFID como nuestro TRLMV, contempla dos clases de clientes profesionales: los clientes profesionales *per se* o *ex lege*, y los clientes que optan por ser calificados como profesionales.

En nuestro ordenamiento jurídico⁷⁹⁷ se ha procedido a considerar como profesionales *aquéllos a quienes se presume la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos*, y en particular (con carácter *ipso iure*) los enumerados en el apartado 2 del art. 205⁷⁹⁸.

Del tenor de dicho precepto se pueden establecerse cuatro grandes categorías de clientes profesionales.

El primer grupo comprende a las entidades financieras y demás personas jurídicas que para poder operar en los mercados financieros hayan de ser autorizadas o reguladas por Estados, sean o no miembros de la Unión Europea⁷⁹⁹.

El segundo grupo está integrado por los gobiernos nacionales y regionales, los organismos públicos que gestionen la deuda pública, los bancos centrales y organismos internacionales y supranacionales, como el Banco Mundial, el Fondo

vería privado. c) El cliente deberá declarar por escrito, en un documento distinto al del contrato, que conoce las consecuencias derivadas de su renuncia a la clasificación como cliente minorista. 4. Las entidades deberán elaborar y aplicar políticas y procedimientos internos, por escrito, para clasificar a sus clientes, correspondiendo a los clientes profesionales informar a la entidad de cualquier cambio que pudiera modificar su clasificación. En cualquier caso, cuando la entidad tenga conocimiento de que un cliente ha dejado de cumplir los requisitos para ser tratado como profesional, lo considerará con carácter inmediato, a todos los efectos, como un cliente minorista.

⁷⁹⁷ En transposición del Anexo II MiFID.

⁷⁹⁸ Lista abierta, que establece una enumeración subjetiva de las instituciones que tienen la consideración de profesionales.

⁷⁹⁹ Se incluirán entre ellas las entidades de crédito, las empresas de servicios de inversión, las compañías de seguros, las instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, los fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, los fondos de titulización y sus sociedades gestoras, los que operen habitualmente con materias primas y con derivados de materias primas, así como operadores que contraten en nombre propio y otros inversores institucionales.

Monetario Internacional, el Banco Central Europeo, el Banco Europeo de Inversiones y otros de naturaleza similar.

Al tercer grupo pertenecen las grandes empresas, en las que concurra al menos dos de los siguientes requisitos: 1. ° que el total de las partidas del activo sea igual o superior a 20 millones de euros; 2. ° que el importe de su cifra anual de negocios sea igual o superior a 40 millones de euros; 3. ° que sus recursos propios sean iguales o superiores a 2 millones de euros.

El cuarto grupo incluye a los inversores institucionales que, no comprendidos en la primera categoría, tengan como actividad habitual invertir en valores u otros instrumentos financieros⁸⁰⁰.

En todos los casos citados, existe una presunción, que conlleva que la entidad prestadora del servicio de inversión, no precisa constatar la experiencia y habilidad de estos clientes, para adoptar decisiones de inversión y entender los riesgos que su conclusión conlleva. No obstante, si bien las entidades señaladas en los apartados anteriores se consideran profesionales, pueden solicitar un trato no profesional, con el consiguiente nivel de protección ampliado por parte de las empresas de servicios de inversión (art. 205.3).

A dichas categorías, se debe sumar la de los clientes minoristas, que soliciten con carácter previo, ser tratados como profesionales o contrapartes elegibles y de forma expresa renuncien a ser considerados como minoristas. Para ello, se reivindica la concurrencia de al menos, dos de los siguientes requisitos: 1.º que el cliente ha realizado operaciones de volumen significativo en el mercado de valores, con una frecuencia media de más de diez por trimestre durante los cuatro trimestres anteriores;

⁸⁰⁰ Quedarán incluidas en este apartado, en particular, las entidades de capital riesgo y sus sociedades gestoras. Las entidades señaladas en los apartados anteriores se considerarán clientes profesionales sin perjuicio de que puedan solicitar un trato no profesional y de que las empresas de servicios de inversión puedan acordar concederles un nivel de protección más amplio.

2.º que el valor del efectivo y valores depositados sea superior a 500.000 euros; 3.º que el cliente ocupe, o haya ocupado durante al menos un año, un cargo profesional en el sector financiero que requiera conocimientos sobre las operaciones o servicios previstos. No obstante, en ningún caso se considerará que los clientes que soliciten ser tratados como profesionales poseen unos conocimientos y una experiencia del mercado comparables a las categorías de clientes profesionales enumeradas en las letras a) a d) del art. 205.2 TRLMV⁸⁰¹. Dicha renuncia exige además la adecuada evaluación por parte de la entidad de la competencia, experiencia y conocimientos del cliente, contando para ello de las adecuadas garantías⁸⁰². La calificación puede ser total referida al conjunto de las operaciones del cliente, o parcial con respecto a alguna transacción particular.

La norma del art. 205, consagra una presunción *iuris tantum* que no es dable aplicar si el prestador de servicios sabe que el cliente carece de la experiencia, cualificación y conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones en torno al producto ofrecido⁸⁰³. Es por ello, que la calificación de profesional, se debe hacer atendiendo al servicio prestado y al instrumento financiero que va a ser objeto de la prestación del servicio. Por tanto, empresas que en función de las partidas de su balance puedan ser consideradas como profesionales, pueden carecer de la experiencia y conocimiento requeridos para recibir dicho tratamiento en materia de

⁸⁰¹ La admisión de la solicitud y renuncia quedará condicionada a que la empresa que preste el servicio de inversión efectúe la adecuada evaluación de la experiencia y conocimientos del cliente en relación con las operaciones y servicios que solicite, y se asegure de que puede tomar sus propias decisiones de inversión y comprende sus riesgos.

⁸⁰² Ver Anexo II.II (1) de la MiFID.

⁸⁰³ Véase ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...ob. cit.*, págs. 653-684. Así la SAP Barcelona, Secc. 13ª, de 29 febrero 2012 señala que la realización del test es innecesaria cuando la entidad conoce el perfil inversor del cliente de resultados de previas operaciones, aunque no conste un documento escrito de tales operaciones.

derivados, poniéndose así de relieve que los clientes profesionales no ostentan necesariamente dicha calificación para todo instrumento financiero⁸⁰⁴.

La calificación como profesional, no acarrea sin embargo, una desprotección absoluta. Lo único que distingue a los profesionales de los minoristas es la presunción en los primeros de conocimiento y experiencia, debiéndose recordar que la obligación de diligencia y transparencia (art. 208 TRLMV) por parte de las entidades bancarias, se aplica a todos los clientes bancarios⁸⁰⁵. Además, queremos insistir que la intensidad de los deberes de información que pesa sobre las entidades *“son tanto mayores cuanto menor es la capacidad del cliente para obtener la información por sí mismo, debido a su perfil inversor”* (STS 535/2015, de 15 de octubre). Como indica en efecto la SAP de Murcia, secc. 1ª, núm. 376/2014, de 22 de septiembre, la condición de profesional *“no exime a la entidad bancaria de procurar una información clara y extensa sobre los productos que se ofrecen o sugieren, tanto de los beneficios como de los riesgos inherentes a los mismos, explicando y ejemplificando los posibles escenarios negativos y cuantificando las posibles pérdidas en tales supuestos (...)”*.

Se establece además un subconjunto o subespecie dentro de la categoría de los clientes profesionales⁸⁰⁶, las contrapartes elegibles, respecto de las cuales no se

⁸⁰⁴ En este sentido PLANA PALUZIE, Álex. Análisis...ob. cit.

⁸⁰⁵ Como veremos a continuación en el supuesto de que medie asesoramiento, como a tal efecto sucede a propósito de los swaps contratados a instancia del banco, también el profesional queda protegido a través de la obligación de realizar el test de idoneidad, donde el banco, en función de la situación financiera y objetivos de cobertura perseguidos, debe determinar si es adecuado para su cliente, y en caso de que no lo fuera, abstenerse de recomendarlo. Como pone de manifiesto CARRASCO y LYCZKOWSKA *“en el supuesto del asesoramiento en materia de inversión o gestión de carteras que dispara la exigencia del test de idoneidad, no se requerirá la obtención de la información sobre sus conocimientos y experiencia (art. 79 bis 6 LMV –actual art. 213 TRLMV-y 72.c) RD. 217/2008), aunque sí sobre su situación financiera y sus objetivos de inversión, de acuerdo con el art. 72 a) y b) RD 217/2008. Por tanto, con respecto a los productos y servicios para los que el cliente esté catalogado como profesional, se permite que la entidad asuma que el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para contratar dichos productos. Y si el cliente está categorizado como profesional de forma general, esta presunción se extenderá a todos los productos y servicios contratados.”* CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. Doce...ob. cit., págs. 53-54.

⁸⁰⁶ Adquiere sólo virtualidad en correlación con los servicios de intermediación y ejecución.

consagra protección alguna, dado que se califican como profesionales con el máximo grado de conocimiento, experiencia y capacidad financiera dentro de los mercados de valores. La apreciación de contraparte elegible, puede ser automática (las entidades de crédito, entidades financieras o reguladas, empresas de inversión, organismos de inversión colectiva y sociedades de gestión, fondos de pensiones y gestoras de fondos, bancos centrales o organizaciones internacionales...ex art. 207 TRLMV⁸⁰⁷) o voluntaria. En dichos casos las empresas que reúnan las circunstancias indicadas en el art. 206.1, incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes, pueden solicitar el trato de contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional.

En tres ámbitos, los prestatarios pueden realizar operaciones con las contrapartes elegibles sin doblarse al código de conducta MiFID: ejecución de órdenes por cuenta de clientes, negociación por cuenta propia y recepción y transmisión de órdenes⁸⁰⁸.

Las contrapartes elegibles, pueden solicitar un nivel mayor de protección, instando a ser tratadas como profesionales o clientes minoristas (art. 207.4).

⁸⁰⁷ Coincidente en su mayoría con el listado de clientes profesionales. Señala su apartado 1º: “A los efectos de lo dispuesto en este artículo, tendrán la consideración de contrapartes elegibles las siguientes entidades: empresas de servicios de inversión, entidades de crédito, entidades aseguradoras, instituciones de inversión colectiva y sus sociedades gestoras, fondos de pensiones y sus sociedades gestoras, otras entidades financieras autorizadas o reguladas por la legislación comunitaria o por el derecho nacional de un Estado miembro, empresas señaladas en las letras d) y e) del apartado 3 del artículo 62, gobiernos nacionales y sus servicios correspondientes, incluidos los que negocian deuda, Bancos Centrales y organismos supranacionales. También tendrán dicha consideración las entidades de terceros países equivalentes y las comunidades autónomas. Asimismo, si se solicita, también se considerarán contrapartes elegibles las empresas que cumplan los requisitos que se establecen en la letra e) del apartado 3 del artículo 78 bis, en cuyo caso sólo será reconocida como contraparte elegible en lo relativo a los servicios u operaciones para los que pueda ser tratada como cliente profesional. Se entenderán incluidas las empresas de terceros países que estén sujetas a requisitos y condiciones equivalentes.”

⁸⁰⁸ Vid art. 24.1 Directiva 2004/39/CE.

Por último y como categoría residual, son clientes minoristas, aquellos que carecen de la experiencia, conocimientos y cualificación necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente sus riesgos (arts. 204 y 205 TRLMV), contando por ello con una protección reforzada. Es por ello que son guiados por la entidad financiera, siendo el “*factor confianza*”, el que impulsa al cliente “*a descansar su absoluta confianza en los consejos y asesoramiento recibido*”, circunstancia que excusaría por ejemplo no haber “*analizado con exhaustividad el contenido del contrato*”⁸⁰⁹. Afirmar la STS de 30 de junio de 2015, núm. 323/2015 que “*(...) Ser cliente minorista implica una presunción de falta de conocimiento de los instrumentos financieros complejos y, consecuentemente, la existencia de una asimetría informativa que justifica la existencia de rigurosos deberes de información por parte de las empresas de inversión. Pero no significa, (...) que el cliente sea necesariamente un “ignorante financiero”, pues puede ocurrir que clientes que no reúnan los rigurosos requisitos que la normativa MiFID exige para ser considerado como cliente profesional tengan, por su profesión o experiencia, conocimientos profundos de estos instrumentos financieros complejos que les permitan conocer la naturaleza del producto que contratan y los riesgos asociados a él, incluso en el caso de no recibir la información a que la normativa MiFID obliga a estas empresas.*”

⁸⁰⁹ Sentencia JPI Amposta de 14 de octubre de 2010. Sobre el contenido del deber de información indica la SAP León de 12 de julio de 2012 que siendo un cliente minorista, con unos conocimientos elementales del mundo financiero, exiguos para comprender la transcendencia de contratos como los ofertados, no se ha evidenciado por parte de la entidad bancaria que se haya mostrado la información indispensable para comprender el tipo de producto financiero que se les estaba sugiriendo contratar y la repercusión que podía acarrear una posible bajada de los tipos de interés. En concreto, “*no se ejemplifica sobre los posibles escenarios de subidas y bajadas de tipos, a diferencia de lo que ocurre con la información que se proporcionó al ofertar la contratación de otro producto que habría de sustituir a los “Stockpymes”, denominado “Riskpyme”, en cuyo folleto informativo se describe con detalle la operación, se describen las ventajas y los inconvenientes, escenificándose incluso el caso de que el Tipo Variable de Referencia llegara a ser cero, dibujándose escenarios positivos (si el Tipo Variable de Referencia supera el nivel del Tipo fijo) y negativos (si el primero de dichos tipos es inferior al segundo), haciéndose, por último, una descripción detallada e inteligible de los riesgos de la Operación y una serie de útiles advertencias*”.

La clasificación del cliente proporcionará la información que la entidad financiera necesita para determinar si el producto contratado se adecúa a sus necesidades.

Pero ¿qué ocurriría en el supuesto de que la entidad advirtiera al cliente de la inadecuación del producto y así lo recogiera como condición general en los contratos predispuestos por la entidad?

En tal caso, la entidad faltaría a los dictados de la buena fe (arts. 7 C.c. y 57 del C. de c.), ofreciendo a sus clientes productos a sabiendas de la inadecuación de los mismos, y pretendiendo únicamente salvar su responsabilidad⁸¹⁰.

Como condición abusiva⁸¹¹, se debe tener por no puesta, señalando el art. 83 de la LGDCU⁸¹² que *el Juez, previa audiencia de las partes, declarará la nulidad de las cláusulas abusivas incluidas en el contrato, el cual, no obstante, seguirá siendo obligatorio para las partes en los mismos términos, siempre que pueda subsistir sin dichas cláusulas*⁸¹³. Además, si extrapolamos los razonamientos de la STS del pleno de

⁸¹⁰ En esta misma línea, la CNMV mantiene en su Memoria de Reclamaciones de 2009, que se considera *“incorrecta la inclusión de advertencias genéricas diseñadas por la entidad relativas a la no adecuación del producto y/o a la falta de evaluación de la conveniencia y su utilización indiscriminada. Además, este tipo de advertencias debería recogerse de forma separada y requerir una segunda firma del cliente que acredite que, efectivamente, se han tenido en cuenta sus circunstancias personales específicas”*.

⁸¹¹ *“Se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente y todas aquellas prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que se deriven del contrato”* (art. 82.1 del RD-Leg. 1/2007).

⁸¹² Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias en redacción dada por el apartado veintisiete del artículo único de la ley 3/2014, de 27 de marzo.

⁸¹³ A través de la reforma operada por la ley 3/2014, de 27 de marzo, las cláusulas abusivas deberán ser declaradas nulas, sin que exista ya la posibilidad de que el juez pueda integrar el contrato y moderar los derechos y obligaciones de las partes. Véase MARTÍNEZ ESPÍN, Pascual. «¿Qué hay de nuevo en materia de cláusulas abusivas?» En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 9, 2014, págs. 76-84. GILI SALDAÑA, M^a Angels. «Los efectos de la declaración de abusividad tras la aprobación de la Ley 3/2014, de 27 de marzo, por la que se modifica el TRLGDCU». En *La Ley Mercantil*, n.º 10, 2015, págs. 46-61.

12 de enero de 2015, que rechaza como válidas las menciones genéricas acerca de haber recibido información y de aceptar el riesgo de la inversión, concluimos que la inclusión de tales cláusulas debe rechazarse, pues lo contrario supondría hacer inútiles las previsiones normativas en materia de información, que demandan el máximo rigor en su ejecución.

Existen ciertas discrepancias en torno a la calificación como “consumidor” del adquirente de productos financieros, discutiéndose si las personas jurídicas pueden ostentar tal condición⁸¹⁴, tal y como indicamos anteriormente.

Puesto que dicha materia, ya ha sido objeto de nuestro análisis, queda por esclarecer que la noción de consumidor, difiere de la de sujeto de la relación financiera, que es el cliente, siendo así que en el mercado de crédito se protege a la “*clientela activa y pasiva de las entidades de crédito*”⁸¹⁵, y en el mercado de valores se protege a los “*inversores*”, y en particular a los “*clientes minoristas*”⁸¹⁶.

De este modo, la normativa MiFID puede solaparse como la normativa de protección de consumidores y usuarios (ex RDL 1/2007), pero no la reemplaza. En esta línea, no hay obstáculo a nuestro parecer para que dicha protección se pueda predicar de las personas jurídicas, en el caso de que fueren destinatarias finales del bien y el producto financiero adquirido no tuviera relación con su objeto social⁸¹⁷.

⁸¹⁴ La noción de “consumidor” no se corresponde con la de sujeto protegido por la regulación financiera. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Derecho del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos». En *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, noviembre de 2013, págs. 3 y ss.

⁸¹⁵ Art. 5 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

⁸¹⁶ Véase arts. 13. II 78 bis, 79 y 79 bis Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

⁸¹⁷ Así SAP de Murcia de 21 de noviembre de 2012. La SAP de Asturias de 16 de julio 2012, también sigue este parecer pues declara acreditado que el swap no se concertó con la demandante en atención a su condición de empresaria o comerciante (en la demanda se menciona que era titular de un negocio de zapatería), sino en atención principalmente a su endeudamiento como particular adquirente de una vivienda. Nos recuerda ZUNZUNEGUI que “*hay una tendencia a limitar la protección del cliente financiero a las personas físicas y a denominarlo “consumidor financiero”. En este sentido la legislación*

C) Obligación de recabar información en torno a las circunstancias de los clientes

La complejidad del swap resalta la importancia de exigir a las entidades financieras que ofertan servicios cualificados, de obtener la información necesaria (*know your customer*) sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de la inversión correspondiente al tipo de producto o servicio concreto de que se trate, sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel⁸¹⁸. El objetivo que se persigue con ello es que la entidad pueda recomendar al cliente los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan, debiendo, en caso de no obtener dicha información, abstenerse de recomendar la inversión al cliente⁸¹⁹.

del crédito al consumo, de los servicios de pagos y de la contratación a distancia de servicios financieros va destinada a proteger a los “consumidores financieros” personas físicas que, en los servicios de pagos, contratos a distancia o de crédito al consumo, actúan con un propósito ajeno a su actividad empresarial o profesional.” ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Derecho del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos». En *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, noviembre de 2013, págs. 3 y ss. Véase art. 2.1 Ley 16/2011, de 24 de junio, de contratos de crédito al consumo; arts. 2.11 y 17.2 Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de servicios de pago; y art. 5, final, Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores. El art. 2.1 de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios, limita la protección a los clientes que son personas físicas. Siguiendo dicho razonamiento NASARRE AZNAR señala que “*Así, una empresa que toma un préstamo hipotecario para financiar su actividad, bien puede ser calificada de minorista (no cumple con los requisitos para ser profesional del art. 78.bis LMV-actual art. 205 TRLMV-), pero difícilmente podrá ser calificada de consumidora, como se ha dicho, en base al artículo 3 del RDL 1/2007 al integrar el préstamo hipotecario en su proceso productivo (la financiación de su actividad)*”. NASARRE AZNAR, Sergio. *Malas prácticas...* ob. cit. pág. 2696.

⁸¹⁸ “*Se trata de la formulación de la regla know your customer*”. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 96. Resulta inexcusable la referencia a la jurisprudencia inglesa sobre responsabilidad en la venta de derivados financieros, en especial la sentencia *Bankers Trust v. Dharmala*. Examinando la doctrina *suitability* vid. HUDSON, Alastair. *The law...*, ob. cit., págs. 312-327.

⁸¹⁹ Art. 213 TRLMV: «1. Cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre sus clientes y, en su caso, los clientes potenciales, en relación con los siguientes aspectos, con la finalidad de que la entidad pueda

El principio de buena fe y de lealtad⁸²⁰ de la entidad hacia al cliente imponen que la información proporcionada al mismo se adapte a sus circunstancias, en aras a garantizar el adecuado entendimiento de aquellos factores que configuren la prestación de su consentimiento, y que conformen los elementos esenciales del contrato de swap. La SAP de Asturias de 23 de julio de 2010⁸²¹, confecciona un exhaustivo estudio del derecho de información en el sistema bancario, donde se instituye que “a la entidad bancaria no se le exige un deber de fidelidad al cliente, anteponiendo el interés de éste al suyo o haciéndolo propio. Tratándose de un contrato sinalagmático, regido por el intercambio de prestaciones de pago, cada parte velará por el suyo propio, pero eso no quita para que pueda y deba exigirse a la entidad bancaria un deber de lealtad hacia su cliente conforme a la buena fe contractual (art. 7 C.c.).”

La obligación de informarse acerca de las circunstancias de los clientes, se encuentra desarrollada en arts. 212 a 216 TRLMV, en los arts. 72 a 74 RD 217/2008, y la Circular 3/2013, de la CNMV, rigiendo durante toda la relación contractual (art. 212), si bien dotada de mayor intensidad antes de la contratación. A nivel jurisprudencial la STS 716/2014, de 15 de diciembre, condensa la jurisprudencia sobre el alcance de los deberes de información y de los test de conveniencia e idoneidad⁸²².

recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan: a) sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate, b) su situación financiera, y c) sus objetivos de inversión. 2. En el caso de clientes profesionales, la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente. 3. Cuando la entidad no obtenga la información prevista en el apartado anterior, no le recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o cliente potencial. 4. La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor».

⁸²⁰ Sobre este deber vid. SSAP Asturias-Oviedo (secc. 5ª) de 27 de enero de 2010 (FD 5º), y de 23 de julio de 2010 (FD 2); Barcelona (secc. 19ª), de 9 de mayo de 2011 (FD 3º); Lugo (secc. 1ª) de 27 de septiembre de 2011 (FD 2º); Ourense (secc. 1ª) de 1 de diciembre de 2011 (FD 3). Vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., págs. 78-79.

⁸²¹ Tal como señala la SAP de Vizcaya, secc. 4ª, núm. 690/2010, de 14 de septiembre y siguiendo las pautas ya establecidas en su anterior resolución de 27 de enero de 2010.

⁸²² STS 398/2015, de 10 de julio de 2015.

De manera paralela a la clasificación de la clientela, el alcance y naturaleza de la obligación de evaluación, fluctúa según el servicio que se oferte. Así, con el objetivo de sopesar si los productos o servicios de inversión son oportunos o no para el cliente, la MiFID crea dos tipos de evaluación⁸²³: la entidad puede investigar sobre los conocimientos o experiencia financiera del cliente con respecto a un tipo de servicio o producto concreto (*assesment of appropriateness*), o puede además examinar su situación financiera y sus objetivos de inversión (*assesment of suitability*). De igual modo, el alcance de la obligación de evaluación oscila según el tipo de producto en juego, pues sólo ante productos complejos, como al efecto los es el swap de tipos de interés⁸²⁴, deben realizarse las evaluaciones que instituye la MiFID.

Dicha evaluación se verifica a través de unos cuestionarios, elaborados por el prestador de servicios, que para cumplir con su objetivo deben estar correctamente diseñados. Por dicho motivo, resultan inadecuados cuestionarios demasiado simples, o con preguntas ambiguas. La falta de un cuestionario o la ausencia en el mismo de preguntas que sean relevantes para evaluar al cliente, origina un riesgo de comercialización defectuosa que debe contraer el prestador de servicios (STS 669/2014, de 2 de diciembre de 2014⁸²⁵)

⁸²³ Conocidos como test “MiFID”. Así la STS 716/2014, de 15 de diciembre, parafraseando la STS 716/2014, de 15 de diciembre indica que “« (...) la normativa MiFID impone a la entidad financiera otros deberes que guardan relación con el conflicto de intereses en que incurre en la comercialización de un producto financiero complejo y, en su caso, la prestación de asesoramiento financiero para su contratación. i) En el primer caso, en que la entidad financiera opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada, la entidad debe valorar los conocimientos y la experiencia en materia financiera del cliente, y evaluar si es capaz de comprender los riesgos que implica el producto o servicio de inversión que va a contratar, mediante el denominado test de conveniencia (...). ii) En el segundo, si el servicio prestado es de asesoramiento financiero, además de la anterior evaluación, la entidad debería hacer un informe sobre la situación financiera y los objetivos de inversión del cliente, para poder recomendarle ese producto, por medio del llamado test de idoneidad (...).»”

⁸²⁴ Vid. STS 7822/2012, sección 1, de 17 de abril de 2013.

⁸²⁵ Que si bien referida a un cuestionario de un contrato de seguro, su doctrina resulta extrapolable a los cuestionarios de los servicios de inversión. Vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit. pág. 47.

Se exige pues a las entidades financieras que presten servicios que no supongan asesoramiento, esto es, en aquellos “casos en que el prestatario del servicio opera como simple ejecutante de la voluntad del cliente, previamente formada”⁸²⁶, la realización al cliente del test de conveniencia, conforme a lo dispuesto en el art. 214 TRLMV⁸²⁷, arts. 73 y 74 del RD 207/2008 y la Circular 3/2013, de 12 de junio de la CNMV sobre el desarrollo de determinadas obligaciones de información a clientes a los que se prestan servicios de inversión, en relación con la evaluación de la conveniencia e idoneidad de los instrumentos financieros⁸²⁸.

Dicho test valora los conocimientos y experiencia del cliente, y tiene por objeto evaluar si el cliente tiene competencia para entender la naturaleza y los riesgos del producto o servicio ofertado o demandado, para tomar decisiones con conocimiento de causa y concluir de este modo si el producto es adecuado o no para el cliente⁸²⁹. Es

⁸²⁶ STSJ de Madrid 1286/2015, de 28 de enero de 2015.

⁸²⁷ Art. 214 TRLMV: «1. Cuando se presten servicios distintos del servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la empresa de servicios de inversión deberá solicitar al cliente, incluido en su caso los clientes potenciales, que facilite información sobre sus conocimientos y experiencia en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado, con la finalidad de que la entidad pueda evaluar si el servicio o producto de inversión es adecuado para el cliente. 2. La entidad entregará una copia al cliente del documento que recoja la evaluación realizada conforme a este artículo. 3. Cuando, con base en la información prevista en el apartado 1, la entidad considere que el producto o el servicio de inversión no es adecuado para el cliente, se lo advertirá. 4. Cuando el cliente no proporcione la información indicada en el apartado 1 o esta sea insuficiente, la entidad le advertirá de que dicha decisión le impide determinar si el servicio de inversión o producto previsto es adecuado para él. 5. En caso de que el servicio de inversión se preste en relación con un instrumento complejo según lo establecido en el artículo 217, se exigirá que el documento contractual incluya, junto a la firma del cliente, una expresión manuscrita, en los términos que determine la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que el inversor manifieste que ha sido advertido de que el producto no le resulta conveniente o de que no ha sido posible evaluarle en los términos de este artículo».

⁸²⁸ Modificada por la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión.

⁸²⁹ “Es curioso a este respecto cómo divergen el art. 79 bis 6 LMV –actual art. 213 TRLMV- y el art. 73 RD 207/2008 cuando pretenden identificar el objetivo de la evaluación de conveniencia. Mientras en la Ley se persigue básicamente obtener conocimiento por la entidad sobre si el producto es conveniente para el cliente, en el Reglamento de desarrollo la evaluación se concibe como una técnica de aseguramiento de que el cliente ha comprendido el alcance de los riesgos (“deberán determinar si el

decir, el test de conveniencia *“no persigue el ajuste de los objetivos de inversión del cliente al nivel de riesgo del instrumento”*, sino la constatación de que el bagaje cognitivo del cliente es suficiente para comprender el riesgo del producto⁸³⁰.

El test de conveniencia consta de un cuestionario concerniente a los conocimientos y experiencia del cliente *“en el ámbito de inversión correspondiente al tipo concreto de producto o servicio ofrecido o solicitado”* (art. 214 TRLMV). Esta *“información relativa a los conocimientos y experiencia del cliente incluirá los datos enumerados a continuación, en la medida en que resulten apropiados a la naturaleza del cliente, a la naturaleza y alcance del servicio a prestar y al tipo de producto o transacción previsto, incluyendo la complejidad y los riesgos inherente: a) Los tipos de instrumentos financieros, transacciones y servicios con los que está familiarizado el cliente. b) La naturaleza, el volumen y la frecuencia de las transacciones del cliente sobre instrumentos financieros y el periodo durante el que se hayan realizado. c) El nivel de estudios, la profesión actual y, en su caso, las profesiones anteriores del cliente que resulten relevantes”* (art. 74 RD 217/2008)⁸³¹.

cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión ofertado o demandado”). Involuntariamente, la STS de 20 enero 2014 ha optado por la caracterización reglamentaria, erigiendo de esta forma al test como una técnica de información sobre riesgos. Por eso, ha de ser refutada la jurisprudencia que se empeña en inferir la existencia de un error contractual relevante por el hecho de que el test de conveniencia se haya confeccionado de una manera rutinaria o predispuesta (señala como ejemplo de ese desenfoque la SAP Madrid, Secc. 18ª, 12 febrero 2014, AC 2014\326), porque hay que repetir una y otra vez que dicho test no tiene por objeto suplir asimetrías cognitivas del cliente.” CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. Doce...ob. cit., pág. 63.

⁸³⁰ Guía de la CNMV.

⁸³¹ *“También es de reseñar que la Comisión Nacional del Mercado de Valores elaboró el 7/05/2009 unas condiciones de comercialización de instrumentos financieros de mercados de valores, efectuándose una serie de consideraciones sobre buenas prácticas encaminadas a asegurar las consecuencias de la denominada normativa “MIFID” (Markets in Financial Instruments Directive: Directiva 2004/39/ CE y su normativa de desarrollo: Directiva 2006/73 /CE y Reglamento CE 1287/2006)”. Véase GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, María. El fracaso...ob. cit., págs. 31-45.*

El test de conveniencia no es preceptivo en el supuesto de intervención de clientes profesionales⁸³² (art. 73 RD 217/2008), y en los casos señalados en el art. 216 TRLMV. Este último precepto otorga a las entidades financieras la posibilidad de prescindir de la realización del citado test, si actuaran a iniciativa del cliente y la inversión no tuviera por objeto un producto de inversión complejo. ¿Es factible la aplicabilidad de esta excepción en el ámbito del swap de tipos de interés? No. De un lado porque difícilmente podrá reputarse el swap como realizado a iniciativa del cliente⁸³³ si se verifica su contratación como parte de una operación más amplia, única en la que estuviera interesado el cliente⁸³⁴. Y de otro, dada su naturaleza de instrumento complejo, como se colige del artículo 217.3 b) TRLMV. Es más, como indica el TSJ de Madrid en Sentencia de 28 de enero de 2015⁸³⁵ la ley establece la

⁸³² Señala el art. 73 del RD 217/2008, de 15 de febrero que *“Las entidades que prestan servicios de inversión distintos de los previstos en el artículo anterior deberán determinar si el cliente tiene los conocimientos y experiencia necesarios para comprender los riesgos inherentes al producto o el servicio de inversión ofertado o demandado. En este sentido, la entidad podrá asumir que sus clientes profesionales tienen la experiencia y conocimientos necesarios para comprender los riesgos inherentes a esos servicios de inversión y productos concretos, o a los tipos de servicios y operaciones para los que esté clasificado como cliente profesional.”*

⁸³³ En función del Considerando 30 de la Directiva 2004/39 se considera que *“todo servicio se presta a iniciativa del cliente, salvo que el cliente lo solicite en respuesta a una comunicación personalizada, dirigida a ese cliente en concreto, que contenga una invitación o pretenda influir en el cliente con respecto a un instrumento”*.

⁸³⁴ Si bien todo supuesto deberá ser analizado en el contexto concreto para responder a la pregunta planteada.

⁸³⁵ Véase estudio realizado por CONTHE GUTIÉRREZ, Manuel. «Swaps de intereses: la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 28 de enero de 2015». En *Diario La Ley*, Nº 8515, Sección Doctrina, 9 de abril de 2015. En este sentido coincide con CONTHE cuando indica que *“la referida sentencia tergiversa la afirmación del laudo de que la permuta financiera «no presenta una especial complejidad», al considerarla equivalente a la afirmación de que el swap era un instrumento financiero «no complejo» (en el sentido del art. 79 bis.8). El análisis semántico de esa expresión del laudo revela que no niega la complejidad de la permuta, sino tan sólo su «especial complejidad», ya que el adjetivo «especial» cualifica al sustantivo «complejidad». De igual forma, quien afirme que el TSJ «no es un Tribunal especial» estará diciendo que el TSJ no constituye una jurisdicción o Tribunal «especial», pero no le estará negando la condición de «Tribunal». Así pues, quien dice de algo que no es «especialmente complejo» no está excluyendo que pueda ser «complejo», sino sólo que esa complejidad no es «especial». En suma, el TSJ retuerce indebidamente la afirmación del laudo y basa su supuesto carácter contra legem en una interpretación gramatical falsa. Resulta obvio, además, que la expresión del laudo de que la permuta «no presenta especial complejidad» equivale a decir que «no es demasiado difícil de entender» o «no es muy complicada», expresiones equivalentes que no contienen el taumatúrgico*

obligación de «no considerar instrumentos financieros no complejos las permutas de tipos de interés (...). No se trata sólo de que la Ley diga que los swaps son productos financieros complejos, se trata, más categóricamente, de que prohíba considerarlos como no complejos: es, por así decir, una presunción legal *iuris et de iure* de complejidad, no susceptible de prueba en contrario»⁸³⁶.

Por lo que a la evaluación de la conveniencia se refiere, la ley concreta que las entidades deberán entregar una copia al cliente, del documento que recoja la evaluación realizada y faculta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que establezca en qué términos el cliente deberá expresar de forma manuscrita que ha sido advertido por la entidad de que el producto que va a adquirir no le resulta conveniente, o que no ha podido evaluar su conveniencia por falta de información⁸³⁷.

término «complejidad», de cuyo uso el TSJ deriva nada menos que una violación del «orden público económico». En resumen, la afirmación del laudo de que la permuta objeto del arbitraje «no presenta especial complejidad» no solo no es contra legem, sino que es acertada, pues se trataba de una permuta financiera simple, casada a la perfección con el préstamo hipotecario al que servía de cobertura».

⁸³⁶ Sobre la discusión que suscita esta afirmación vid. PERALES VISCASILLAS, Pilar. Contratos...ob. cit., pág. 25. Así *“Resulta curioso en este punto el juego de palabras y su rol determinante de la anulación de los laudos arbitrales que han ido estableciendo los diversos círculos interesados: los árbitros en sus laudos, el TSJM, y la doctrina que ha criticado al último. Especialmente el análisis de esta cuestión muestra la tozudez del TSJM por mantener inalterable el juego de palabras y anular cualquier laudo que se atreva a utilizar cualquier expresión que no sea que el SWAP es un instrumento complejo”.*

⁸³⁷ “Expresamente, la propia CNMV establece que, si ya se fuera cliente, puede ocurrir que la entidad disponga anteriormente de esta información y no sea necesario pedirla, lo que no significa que el test de conveniencia no se haya podido realizar por no haber proporcionado el cliente la información necesaria. Por el contrario, muchas entidades incluyen en estos casos una cláusula en la que se manifiesta precisamente que es el cliente el que no ha proporcionado la información y, por tanto, la entidad queda exonerada de responsabilidad por la inversión efectuada. La inclusión de esta cláusula, cuando, por ejemplo, la relación comercial entre las partes se había ya consolidado, y, sobre todo, cuando la entidad demandada había autorizado la concesión de créditos y líneas de descuento a la demandante, y, en consecuencia, había analizado, no solo las cuestiones que se han de tener en cuenta en el test de conveniencia, sino los propios del test de idoneidad, que se han de analizar en relación con el asesoramiento financiero y la gestión de carteras (situación patrimonial, objetivos de inversión, entre otros), resulta poco menos que sorprendente. En consecuencia, lo que se intenta de forma burda es imponer en este caso una cláusula de exoneración de responsabilidad al cliente, alegando la falta de información para realizar el test de conveniencia, que, no obstante, como hemos señalado, y como destaca la propia CNMV, podría haberse realizado igual, en el improbable caso de que el cliente no hubiera querido prestar la información, dado el conocimiento previo que del mismo se tenía en la mayor

Indica la Circular 3/2013 que cuando la entidad preste un servicio relativo a instrumentos de carácter complejo diferente del asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras, y desee incluir en la documentación que debe firmar el inversor una manifestación en el sentido de que no le ha prestado el servicio de asesoramiento en materia de inversión, deberá recabar junto a la firma del cliente una expresión manuscrita que dirá: «*No he sido asesorado en esta operación.*».

La oferta de productos inadecuados, por no ser convenientes al cliente, está prohibido, por ser contrario al interés del cliente. A dichos efectos, las entidades deben

parte de ocasiones ante la contratación de estos instrumentos financieros”. FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. SWAP...ob. cit. Por otro lado, la norma cuarta de la Circular 3/2013, de 12 de junio contiene de este modo las obligaciones de las entidades de información en el proceso de evaluación de la conveniencia, señalándose que deberá ser coherente con toda la información proporcionada por el cliente o disponible por la entidad y utilizada en la evaluación, y debiendo entregar al cliente una copia del documento que recoja la evaluación realizada, cuya acreditación pesa sobre la entidad. Si la operación se realiza sobre un instrumento de carácter complejo, la entidad deberá recabar la firma del cliente, unida a una expresión manuscrita por él indicando que: «*Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí*». La advertencia y la expresión manuscrita formarán parte de la documentación contractual de la operación incluso cuando se formalicen en documento separado de la orden de compra. Cuando la evaluación no pueda realizarse porque el cliente no ha proporcionado información suficiente, la entidad deberá advertirle que la deficiencia de información le impide determinar si el servicio de inversión o el producto es adecuado para él. En tal caso la advertencia tendrá el siguiente contenido: «*Le informamos de que dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted; es decir evaluar si, a nuestro juicio, usted posee conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento sobre el que desea operar. Al no haber proporcionado los datos necesarios para realizar dicha evaluación, usted pierde esta protección establecida para los inversores minoristas. Al no realizar dicha evaluación, la entidad no puede formarse una opinión respecto a si esta operación es o no conveniente para usted.*». Efectuada la evaluación, si la entidad considera que el servicio o producto no es adecuado para el cliente, deberá advertírselo (la advertencia tendrá el siguiente contenido: «*Le informamos de que, dadas las características de esta operación XXX (deberá identificarse la operación), ZZZ (denominación de la entidad que presta el servicio de inversión) está obligada a evaluar la conveniencia de la misma para usted. En nuestra opinión esta operación no es conveniente para usted. Una operación no resulta conveniente cuando el cliente carece de los conocimientos y experiencia necesarios para comprender la naturaleza y riesgos del instrumento financiero sobre el que va a operar.*»), debiendo además recabar la firma del cliente, unida a una expresión manuscrita («*Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí.*») cuando la operación se realice sobre un instrumento de carácter complejo.

llevar un registro de los clientes evaluados con los instrumentos no adecuados por falta de conveniencia⁸³⁸.

Sin embargo, un supuesto distinto, contempla los casos en que el cliente requiera instrumentos que no sean adecuados a su perfil. En tales casos, se debe advertir al cliente del riesgo que entraña la adquisición de tales instrumentos, sea por no haber sido posible realizar la evaluación, sea porque su resultado haya sido negativo.

Siguiendo esta línea, la ley no prohíbe que se contrate un instrumento que se reputa inadecuado, según el resultado del test⁸³⁹. La cuestión que se plantea, es si el uso de expresiones tales como «Este producto es complejo y se considera no conveniente para mí», «Este es un producto complejo y por falta de información no ha podido ser evaluado como conveniente para mí» y «No he sido asesorado en esta operación», tienen como objetivo salvar de responsabilidad a la entidad, actuando como cobertura frente a posibles reclamaciones, o tienen por objeto advertir al cliente⁸⁴⁰. El asunto se complicaría más en el caso de que fueran recogidas como cláusulas de estilo en los contratos de adhesión, redimiendo de responsabilidad a la entidad y trasladando al cliente la carga de la prueba de la existencia de asesoramiento en materia de inversión. En todo caso, ello nos conmina a plantearnos la siguiente cuestión: ¿por qué un cliente contrataría un producto que no es conveniente motu proprio?, o yendo más allá, ¿por qué la entidad ofertaría al cliente un producto que no

⁸³⁸ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...*ob. cit., pág. 49.

⁸³⁹ CASTILLA CUBILLAS, Manuel. *Permutas...*ob. cit. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. *La protección...*ob. cit.

⁸⁴⁰ “Evidentemente, se trata por parte de la entidad de obviar cualquier compromiso de asesoramiento financiero, de recomendación del producto, para permitir su comercialización a clientes minoristas a los que no resulta adecuado por su capacidad patrimonial, sus objetivos inversores y su experiencia financiera. En muchos casos, además, es absurdo que la entidad de crédito incluya esta previsión en el contrato, dado que conocía de antemano al cliente, había analizado su situación financiera, y su experiencia en este sector, y le había concedido con anterioridad financiación, de modo que no puede justificarse por ésta el desconocimiento de las cuestiones incluidas en el test de conveniencia”. FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. *SWAP...*ob. cit.

es conveniente recogiendo al mismo tiempo dicha circunstancia en el contrato suscrito? Dichos asertos se sustraen de toda lógica⁸⁴¹, pues lo que en resumidas cuentas persigue el test de conveniencia es que el cliente acceda a productos cuyo riesgo entiende. Además se debe reputar como contrario a la lealtad contractual apremiar a los clientes a no facilitar la información precisa para realizar la evaluación, con el objetivo de tramitar la operación⁸⁴². Siendo así, todo contrato deberá ser analizado en base a las circunstancias que lo rodean para dilucidar la veracidad de las declaraciones suscritas.

De igual modo interesa señalar que el art. 213 TRLMV⁸⁴³ no sólo impone a quien presta servicios de asesoramiento financiero el deber de recabar la información necesaria para elaborar el perfil inversor del cliente minorista, «con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan», sino que, además, prescribe que mientras no obtenga esta información, «no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente».

La norma quinta de la Circular recoge la obligación de las entidades de mantener un registro actualizado de clientes evaluados y productos no adecuados que reflejará,

⁸⁴¹ *“De todo ello puede extraerse que no estamos ante un sistema de tutela del cliente (excepto para los dos supuestos de prohibición de contratar en el test de idoneidad «no idóneo» o sin información, no se trata de «prohibir» a determinadas personas contratar determinados productos dadas sus circunstancias personales y tipo de producto) sino se trata de un sistema de transparencia, de garantía para la entidad de crédito para cubrirse posteriormente ante posibles reclamaciones -como las estudiadas hasta el momento en relación a los swaps- por nulidad por falta de consentimiento. Con estos tests la entidad de crédito puede conocer las circunstancias del cliente y sus conocimientos financieros de manera que, en principio, esta queda exonerada de responsabilidad -la decisión última de contratar es del cliente- y, teóricamente, el negocio relevado de todo vicio del consentimiento por falta de comprensión o de información simplemente advirtiéndolo que ese específico producto no es adecuado a sus intereses/conocimientos/necesidades y sí, a pesar de ello, el cliente quiere contratar, contratará”.* NASARRE AZNAR, Sergio. *Malas prácticas...* ob. cit., pág. 2698.

⁸⁴² ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., pág. 49.

⁸⁴³ Vid. SSTs 397/2015, de 13 de julio de 2015 y 398/2015, de 10 de julio de 2015.

para cada cliente, los productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo. Ello sin perjuicio de que las entidades puedan realizar tantas evaluaciones a los clientes como estimen oportunas⁸⁴⁴.

En el caso de que la entidad haya proporcionado asesoramiento⁸⁴⁵, en materia de inversiones o de gestión de carteras, para lo cual no es preciso la existencia de un contrato de asesoramiento ad hoc ex art. 140.g TRLMV⁸⁴⁶, opera el test de idoneidad, regulado por el art. 213 TRLMV⁸⁴⁷, los arts. 72 y 74 del RD 217/2008 y por la Circular 3/2013, de 12 de junio de la CNMV.

Dicho test abarca además del test de conveniencia, el informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente⁸⁴⁸. Persigue que la entidad pueda aconsejar al

⁸⁴⁴ Este registro deberá llevarse por medios informáticos que impidan la manipulación de la información permitiendo su consulta de una forma ágil y deberá mantenerse cumpliendo los requisitos previstos en el artículo 32 del Real Decreto 217/2008, de 15 de febrero.

⁸⁴⁵ Véase art. 5.1. g) del RD 217/2008 y la Guía sobre la Prestación del Servicio de Asesoramiento en Materia de Inversión de 23 de diciembre de 2010 de la CNMV. Recordemos que, tras la STJUE de 30 de mayo de 2013, y SSTs de 18 de abril de 2013, y de 24 de enero de 2014 existe asesoramiento cuando hubiera un ofrecimiento personalizado del swap.

⁸⁴⁶ STS 535/2015, de 15 de octubre.

⁸⁴⁷ A cuyo tenor «cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversiones o de gestión de carteras, la entidad obtendrá la información necesaria sobre los conocimientos y experiencia del cliente, incluidos en su caso los clientes potenciales, en el ámbito de inversión correspondiente al tipo de producto o de servicio concreto de que se trate; y sobre la situación financiera y los objetivos de inversión de aquel, con la finalidad de que la entidad pueda recomendarle los servicios de inversión e instrumentos financieros que más le convengan. Cuando la entidad no obtenga esta información, no recomendará servicios de inversión o instrumentos financieros al cliente o posible cliente. En el caso de clientes profesionales la entidad no tendrá que obtener información sobre los conocimientos y experiencia del cliente. La entidad proporcionará al cliente por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajusta la recomendación realizada a las características y objetivos del inversor».

⁸⁴⁸ Como indica la TSJ de Madrid de 28 de enero de 2015 “La entidad financiera que preste estos servicios (refiriéndose al asesoramiento) debe realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración

cliente sobre los servicios o instrumentos que más le convengan, de modo que cuando la entidad no hubiera podido obtener dicha información, deberá abstenerse de recomendar producto alguno y gestionar la cartera⁸⁴⁹.

La nueva redacción del art. 213.4 TRLMV, establece que las entidades proporcionarán al cliente, por escrito o mediante otro soporte duradero una descripción de cómo se ajustan las recomendaciones que realicen a las características y objetivos del inversor. Esta descripción, atendiendo a lo previsto en la Ley, debe referirse a los tres componentes de la evaluación de la idoneidad, es decir, la adecuación del producto a los conocimientos (estudios y profesión) y experiencia (frecuencia y volumen de las operaciones) del cliente, a su situación financiera y objetivos de inversión, así como a los principales riesgos en que puede incurrir el inversor (riesgo de mercado, de liquidez y de crédito) que, de acuerdo con el art. 64 RD 217/2008, deben informarse.

prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan". En la jurisprudencia existe un amplio número de resoluciones judiciales en las que se entiende concurrente una relación de asesoramiento entre el cliente y la entidad de crédito, en función de las circunstancias del caso, juzgando que el asesoramiento resultó inadecuado y, por ello, determinante de un error excusable en el cliente. Así, entre otras, las SSAP Asturias (Secc. 5.ª) 23 de julio de 2010 (FD 3); Cáceres (Secc. 1.ª) 26 de marzo de 2012 (FD 5); Islas Baleares (Secc. 5.ª) 20 de junio de 2011 (FD 5); Lugo (Secc. 1.ª) 2 de mayo de 11 (FD 2); y 13 de julio de 2011 (FD 1); Navarra (Secc. 1.ª) 11 de julio de 2011 (FD 4); y Tarragona (Secc. 1.ª) 1 de septiembre de 2011 (FD 5). En sentido contrario, la SAP Valencia (Secc. 9.ª) 6 de octubre de 2010 (FD 2) descarta la existencia de asesoramiento, indicando que sólo hubo comercialización de un producto, lo que obligaba a la realización del test de conveniencia, al ser el demandante un cliente minorista. Como subraya la Guía de la CNMV de 26 febrero de 2014 (Guía de procedimientos de las funciones de control interno (cumplimiento normativo, gestión de riesgos y auditoría interna) a que se refiere la Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión, p. 9, el objetivo del mismo es que "el cliente esté bien informado respecto a que la evaluación de la idoneidad se realiza para que la entidad pueda actuar en su mejor interés y para que el cliente conozca de forma precisa el alcance de las responsabilidades de la entidad". Señalan CARRASCO y LYCZKOWSKA que "Repárese que la evaluación no pretende proporcionar al cliente la experiencia y conocimientos necesarios para la correcta comprensión de tales riesgos, sino la de determinar si los tiene de hecho. El test se revela superfluo, cuando la entidad (¡precisamente por su experiencia en la gestión discrecional de la cartera del cliente!) conoce ya la información que el test tendría que suministrarle. CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. Doce...ob. cit., pág. 64.

⁸⁴⁹ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...*ob. cit., pág. 50.

A tales efectos el art. 72 del RD 217/2008, de 15 de febrero⁸⁵⁰ señala que las entidades financieras *“deberán obtener de sus clientes, incluidos los potenciales, la información necesaria para que puedan comprender los datos esenciales de sus clientes y para que puedan disponer de una base razonable para pensar, teniendo en cuenta debidamente la naturaleza y el alcance del servicio prestado, que la transacción específica que debe recomendarse, o que debe realizarse al prestar el servicio de gestión de cartera, cumple las siguientes condiciones:*

a) Responde a los objetivos de inversión del cliente en cuestión. En este sentido, se incluirá, cuando proceda, información sobre el horizonte temporal deseado para la inversión, sus preferencias en relación a la asunción de riesgos, su perfil de riesgos, y las finalidades de la inversión.

b) Es de tal naturaleza que el cliente puede, desde el punto de vista financiero, asumir cualquier riesgo de inversión que sea coherente con sus objetivos de inversión (...).

c) Es de tal naturaleza que el cliente cuenta con la experiencia y los conocimientos necesarios para comprender los riesgos que implica la transacción o la gestión de su cartera (...).

Si en contra de las recomendaciones de la entidad sobre la idoneidad del producto, el cliente lo adquiriera, el error del cliente (en caso de existir), sería inexcusable.

⁸⁵⁰ Recalca la SAP de León 210/2014, de 7 de marzo de 2014 que *“Como aclara el art. 73 del RD 217/2008 de 15 de febrero, se trata de cerciorarse que el cliente “tiene conocimientos y experiencia para comprender los riesgos inherentes al producto o servicio de inversión ofertado o demandado”, debiendo la entidad financiera que preste servicios de asesoramiento como señala la STS de 20 de enero de 2014 , realizar un examen completo del cliente, mediante el denominado test de idoneidad, que suma el test de conveniencia (conocimientos y experiencia) a un informe sobre la situación financiera (ingresos, gastos y patrimonio) y los objetivos de inversión (duración prevista, perfil de riesgo y finalidad) del cliente, para recomendarle los servicios o instrumentos que más le convengan.”*

Se exige la coherencia de la recomendación con todos los aspectos evaluados al cliente, y la competencia del personal que evalúa al cliente⁸⁵¹. La descripción deberá referirse al menos a los términos en que se haya clasificado el producto o servicio de inversión tanto desde el punto de vista del riesgo de mercado, de crédito y de liquidez, como de su complejidad, así como a la evaluación de la idoneidad realizada al cliente en sus tres componentes. Corresponde a la entidad la acreditación del cumplimiento de la obligación de información⁸⁵².

La entidad podrá omitir esta explicación en lo relativo a los conocimientos y experiencia así como a su situación financiera⁸⁵³ cuando se trate de inversores profesionales.

Estas reglas, nos compelen a distinguir cuándo se produce un asesoramiento y cuándo se produce una simple comercialización, y por tanto aplicar uno u otro test.

A tenor del art. 5.1 g) del RD 217/2008, se entiende por “asesoramiento” la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de servicios de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros. No se considerará que constituya asesoramiento, a los efectos de lo previsto en este apartado, las recomendaciones de

⁸⁵¹ Con todo “*las entidades de crédito han utilizado la red y el personal comercial de las sucursales de tal modo y manera que, no sólo han abusado de la confianza que en general los clientes –personas físicas y PYMES- suelen tener con sus asesores comerciales de sucursal, sino que han utilizado a unos comerciales –los ubicados en la red de sucursales-, que cuentan con una escasa formación en materia de derivados y a quienes ni se les ha presentado, ni tienen la formación necesaria para evaluar la idoneidad y conveniencia de las operaciones de riesgo que desde las respectivas direcciones se les ha exigido recomendar compulsivamente a los clientes tradicionales, en virtud, por otra parte, de una políticas comerciales por objetivos absolutamente inadecuadas cuando de productos de alto riesgo se trata.*” SÚAREZ RAMÍREZ, Patricia; GABEIRAS VÁZQUEZ, Patricia; GÁMEZ MEJÍAS, Manuel. La comercialización...ob. cit.,

⁸⁵² Podrá al efecto recabar una copia firmada por el cliente del documento entregado en el que deberá figurar la fecha en que se realiza dicha entrega, a través del registro de la comunicación al cliente por medios electrónicos, o por cualquier otro medio que resulte fehaciente.

⁸⁵³ En este último caso salvo que se trate de un cliente de los enumerados en la letra e) del artículo 78 bis.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio.

carácter genérico y no personalizadas que se puedan realizar en el ámbito de la comercialización de valores e instrumentos financieros. Dichas recomendaciones tendrán el valor de comunicaciones de carácter comercial. Asimismo, tampoco se considerará recomendación personalizada las recomendaciones que se divulguen exclusivamente a través de canales de distribución o al público. A tales efectos se entenderá por recomendación personal la recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor, o en su calidad de representante o apoderado de aquel. En casos de asesoramiento, el banco toma la iniciativa o el cliente se dirige a la entidad reclamando un servicio pero sin especificar lo que busca⁸⁵⁴. Dicho asesoramiento como bien indica la SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 4ª, 218/2013, de 7 de junio de 2013, se presupone en la contratación de swaps⁸⁵⁵.

⁸⁵⁴ Para más información véase la Guía sobre la Prestación del Servicio de Asesoramiento en Materia de Inversión de 23 de diciembre de 2010 de la CNMV. Téngase en cuenta que los conceptos de “asesoramiento” y “comercialización” se desarrollaron a través del RD 217/2008, rigiendo con anterioridad el código de conducta del RD 629/1993, y lo dispuesto en los apdos. 6 y 7 de art. 79 bis de la LMV (actuales arts. 213 y 214 TRLMV).

⁸⁵⁵ Dice la sentencia que “D. FERNANDO ZUNZUNEGUI, en el artículo “Negociación de swaps por cuenta propia” publicado en el número de junio de 2012 de la Revista de Derecho del Mercado Financiero, señala respecto a este tipo de swaps (...) que “se trata de una venta asesorada en la que el banco diseña y recomienda el producto y lo negocia dando al cliente la contrapartida”. Que la obligación legal de ofrecer productos de cobertura (...) impuesta por el art. 19 de la Ley 36/2003 lo era con el fin de “atemperar la exposición de los prestatarios a los riesgos de tipos de interés propios del mercado financiero”, pero que (...) nada dice sobre que deba ser un swap el instrumento ofrecido (...) y que “de ofrecerse un swap habrá que advertir al cliente que (...) tiene el riesgo de tener que asumir pagos cuando bajen los tipos, y que la cancelación anticipada (...) tiene un coste que puede ser muy elevado”. Añade que la existencia de asesoramiento se presupone en la contratación de derivados OTC como los swaps y que “desde la perspectiva del cliente hay un riesgo de mal asesoramiento y deslealtad, de que le ofrezcan productos de cobertura que resultan ser de especulación (...)”, pero que además cuando (...) la entidad de servicios de inversión (...) negocia por cuenta propia (...) genera un conflicto de interés al colocar un producto propio (...). “(...) El banco prestador del servicio sólo puede dar contrapartida con un producto propio cuando dicha ejecución suponga la mejor ejecución de la operación. De tal modo que si en el mercado puede encontrarse una mejor contrapartida debe ser la elegida (...). La negociación por cuenta propia de swaps con simultánea contratación de operaciones espejo por parte del banco que da la contrapartida, con un margen no comunicado al cliente puede generar la responsabilidad del banco prestador del servicio. (...) Contratado el swap, el banco continúa vinculado con el cliente como prestador del servicio de inversión (...)” y “debe realizar un seguimiento del producto, con una valoración continua que permita avisar al cliente ante una evolución desfavorable (...). En la contratación de (...) los swaps existe una asimetría informativa más elevada que en la contratación de valores negociables por su complejidad, por su iliquidez y por la falta de transparencia (...). De tal modo que su contratación por

Por su parte el art. 141.e) TRLMV recoge el concepto de recomendación general siendo al efecto “la elaboración de informes de inversiones y análisis financieros u otras formas de recomendación general relativa a las operaciones sobre instrumentos financieros. Se entenderá incluida en este apartado cualquier información que, sin tener en cuenta las circunstancias personales concretas del cliente al que vaya destinada, recomiende o proponga una estrategia de inversión, de forma explícita o implícita, sobre uno o varios instrumentos financieros o sobre los emisores de instrumentos financieros, incluyendo cualquier dictamen sobre el valor o el precio actual o futuro de tales instrumentos, siempre que la información esté destinada a los canales de distribución o al público y que se cumplan las siguientes condiciones: 1.º Que el informe de inversión se califique como tal, o como análisis financiero o cualquier término similar a estos, o bien, se presente como una explicación objetiva o independiente de aquellos emisores o instrumentos sobre los que efectúen recomendaciones. 2.º Que, cuando la recomendación se haga por una empresa de servicios de inversión a un cliente no constituya asesoramiento en materia de inversión de conformidad con lo establecido en el artículo 140.g)”⁸⁵⁶.

Clarificadora resulta la STJUE de 30 de mayo de 2013 que en aras a apreciar si existe asesoramiento en materia de inversión, nos recuerda que no depende de la

un cliente minorista presupone la confianza en el intermediario como su asesor financiero” y “es un claro ejemplo de vulnerabilidad del cliente frente al profesional” (...).

⁸⁵⁶ Interesa constatar que “la posición dominante es la de excluir del ámbito de esta Directiva a la actividad de comercialización de productos y servicios de inversión, y no sólo porque ésta no se mencione en el listado del anexo correspondiente de la Directiva, sino porque conceptualmente difiere de lo que es un asesoramiento o de lo que es una ejecución de órdenes en materia de servicios de inversión, así FLORES DOÑA, María de la Sierra. «Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros». En *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 98, 2010, pág. 27.” MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición...ob. cit., pág. 3040. No obstante conviene destacar que “las normas sectoriales relativas a la comercialización de instrumentos financieros se deben aplicar siempre en caso de un contrato de asesoramiento para la adquisición de estos productos, sin que su naturaleza sea relevante. En particular, son aplicables las normas sobre asesoramiento de clientes en caso de contratación de un swap (tal y como estableció la Sentencia del Tribunal de Justicia UE en el caso *Genil v. Bankinter, BBVA y otros* de 30 de mayo de 2013)”. Así RECALDE, Andrés. «Jurisprudencia oscilante en materia de swaps: concreción de los deberes de información del banco (STS, pleno de la sala civil, de 20 de enero de 2014); y nueva sentencia (STS 17 de febrero 2014) que casa la decisión de la audiencia al no estimar error del cliente, porque el régimen de cancelación “no es esencial”». En *Boletín Mercantil*, núm. 16, 2014.

naturaleza del instrumento financiero, sino de la forma en que este último es ofertado al cliente, valoración que debe seguir las pautas indicadas en el art. 52 de la Directiva 2006/73⁸⁵⁷. De este modo el Tribunal de Justicia considera que tendrá la consideración de asesoramiento en materia de inversión la recomendación de suscribir un swap, realizada por la entidad financiera al cliente inversor *“que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales, y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público”*⁸⁵⁸. Por su parte la STS 840/2013, de 20 de enero de 2014, entiende que hay asesoramiento cuando se produce un ofrecimiento dentro de una relación de confianza⁸⁵⁹. No obstante, dicha afirmación, que no parecía del todo concordante con la STJUE de 30 de mayo de 2013⁸⁶⁰, ni con la normativa aplicable⁸⁶¹,

⁸⁵⁷ Dicho art. clarifica la definición de servicio de asesoramiento en materia de inversión contenida en el art. 4.4. de la Directiva 2004/39/CE. Este último precepto define el servicio de asesoramiento en materia de inversión como *“la prestación de recomendaciones personalizadas a un cliente, sea a petición de éste o por iniciativa de la empresa de inversión, con respecto a una o más operaciones relativas a instrumentos financieros.”* Aclara por su parte el art. 52 de la Directiva 2006/73/CE que *“se entenderá por recomendación personal una recomendación realizada a una persona en su calidad de inversor o posible inversor (...)”,* que se presente como conveniente para esa persona o se base en una consideración de sus circunstancias personales. Apostilla que carece del título de recomendación personalizada, si esta se divulga exclusivamente a través de canales de distribución o va destinada al público.

⁸⁵⁸ Así la STS núm., 385/2014, de 7 de julio de 2014 señala que *“La entidad de crédito demandada ofreció el swap a la demandante, cliente minorista, como un producto dirigido a servir de cobertura frente a una subida de los tipos de interés aplicables a las hipotecas y no realizó el test de idoneidad, que era el procedente ya que al comercializarse el swap, como recomendación personalizada a quien en realidad quería un seguro de vida, el servicio prestado fue de asesoramiento financiero. (...) Lo relevante, por tanto, no es si la información debía incluir o no unos gráficos de posibles evoluciones de EURIBOR, sino que la entidad de crédito debía haber suministrado al cliente una información comprensible y adecuada sobre este producto, que incluyera una advertencia sobre los concretos riesgos que asumía (...), y haberse cerciorado de que el cliente era capaz de comprender estos riesgos y de que, a la vista de su situación financiera y de los objetivos de inversión, este producto era el que más le convenía, lo que debía hacerse por medio del instrumento procedente en este caso, que era el test de idoneidad, cuya ausencia permite presumir el error excusable.”*

⁸⁵⁹ Así en su FD. 9ª señala que no cabe duda de que la entidad *“llevó a cabo un servicio de asesoramiento financiero, pues el contrato de swap fue ofrecido por la entidad financiera, por medio del subdirector de la oficina de Palamós, aprovechando la relación de confianza que tenía con el administrador del cliente inversor, como un producto financiero que podía paliar el riesgo de inflación en la adquisición de las materias primas.”*

⁸⁶⁰ En este sentido vid. MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. *Compendio y análisis...* ob. cit., pág. 189.

motivó una reacción en contra por parte de la jurisprudencia menor⁸⁶² y la doctrina⁸⁶³, aduciéndose que no había obligación de asesorar en estos casos, y considerándose además otros aspectos como la falta de formalización de un contrato de asesoramiento o la falta de cobro de cantidad en la prestación del servicio aludido.

Dichas cuestiones se han clarificado ulteriormente, pues como pone de relieve la STS 535/2015, de 15 de octubre en aras a apreciar si existe asesoramiento “no es requisito imprescindible la existencia de un contrato de asesoramiento “ad hoc” de los previstos en el art. 63.g) de la actual redacción de la Ley del Mercado de Valores (en la vigente en el momento de la inversión, se refería al servicio de asesoramiento el art. 63.f)⁸⁶⁴. Basta con que la iniciativa de la contratación del producto o del servicio parta de la empresa de inversión, que sea esta la que ofrezca el producto o servicio a su cliente recomendándole su contratación. Tal conducta tiene la naturaleza de asesoramiento y debe cumplir los requisitos que establece la normativa de servicios financieros y de inversión”.

Siendo así, se plantea si el ofrecimiento de un swap de tipos de interés en cumplimiento del art. 19.1 de la Ley 36/2003, constituye o no una recomendación personalizada, habida cuenta que dicho precepto hace referencia a una obligación de información genérica. En este sentido las SSTS de 7 y de 8 de julio de 2014, afirman que el cumplimiento de dicha obligación de informar, no obsta a considerar dicho ofrecimiento como una recomendación personalizada, inherente a un servicio de asesoramiento. Es más, la reforma de dicha norma operada por la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito en su art. 19, esclarece absolutamente la cuestión, pues compele a las entidades de crédito a ofrecer

⁸⁶¹ Art. 4.1.1. Directiva MiFID.

⁸⁶² Así SAP de Madrid, secc. 19ª, de 10 de diciembre de 2012.

⁸⁶³ Vid. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales aspectos...ob. cit., pág. 1506.

⁸⁶⁴ Actual 140.g TRLMV.

aquellos productos que resulten adecuados para sus clientes⁸⁶⁵. Además las características de dicho instrumento, producto o sistema de cobertura se harán constar en las ofertas vinculantes y en la ficha personalizada del préstamo hipotecario, precisadas por la Orden EHA 2899/2011. Y dicha conclusión debe respaldarse por la consideración del swap de tipos de interés como instrumento OTC, al ser productos no estandarizados sino diseñados específicamente para cada cliente.

Esto nos lleva a colegir que si el swap se ofreció al cliente en cumplimiento de la exigencia del art. 19 del RD-Ley 2/2003, de 25 de abril, y posteriormente de la ley 36/2003, nos hallaremos ante una recomendación personalizada, y por ende ante un asesoramiento financiero, que deberá seguir las pautas indicadas por la Directiva MIFID⁸⁶⁶, criterio que corrobora el Supremo al indicar (STS 671/2015, de 10 de diciembre) que si es el banco el que ofrece el swap, existe asesoramiento.

⁸⁶⁵ De este modo “cuando una entidad de crédito ofrezca a un consumidor un producto derivado como cobertura del préstamo hipotecario, siempre y por sistema, este servicio debe necesariamente encuadrarse dentro del asesoramiento financiero con las obligaciones que impone el artículo 213 TRLMV.” MAYORGA TOLEDANO, María Cruz. «Transmisión del riesgo de tipo de interés de préstamos hipotecarios a través de derivados financieros. El deber de asesoramiento en su contratación». En *Revista de Derecho Civil*, vol. II, núm. 4, octubre-diciembre 2015, pág. 176.

⁸⁶⁶ Véase en este sentido SSTs 2659/2014 de 7 de julio, 2660/2014, de 7 de julio y 2666/2014, de 8 de julio. Como señala ZUNZUNEGUI que “esta operación combina la prestación de dos servicios de inversión, por un lado hay prestación de un servicio de asesoramiento financiero, y de otro, existe una relación de intermediación que da lugar a la venta de un producto creado por el banco, en una negociación por cuenta propia. Estamos entonces ante una venta asesorada de instrumentos financieros derivados.” ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps...ob. cit. pág. 654. En contra véase MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., págs. 1505 y ss. “Y es que conforme a la interpretación del artículo 79.bis, apartado 6 de las fuentes citadas, el test de idoneidad debe realizarse cuando se preste el servicio de asesoramiento en materia de inversión o de gestión de carteras. Por ello, en la comercialización de un swap parece que debería efectuarse un test de conveniencia y no uno de idoneidad, puesto que no estamos, generalmente, ante una relación de asesoramiento, ni ante una inversión ni ante una gestión de carteras. En efecto, esta clase de contratos suelen contener cláusulas negando dicha relación de asesoramiento. Pero, con independencia del valor probatorio que quiera concedérsele a esta clase de cláusulas, lo cierto es que usualmente no hay contrato de asesoramiento, no hay recomendaciones personalizadas, ni cobro de cantidad alguna por dicho asesoramiento. Únicamente hay ofrecimiento comercial. En consecuencia, no concurren los elementos que algunas sentencias han exigido para entender que nos encontramos ante una relación de asesoramiento”. En idéntico sentido CARRASCO MORALES A. «La conveniencia e idoneidad de los servicios e instrumentos financieros». En *Boletín Económico de ICE*, núm. 3016, del 16 al 31 de agosto de 2011.

Debemos subrayar que la obtención de datos sobre el cliente debe estar asiduamente actualizada⁸⁶⁷ pues según la CNMV⁸⁶⁸ *“con carácter general, no se considerará razonable presumir la experiencia y conocimientos del cliente si la inversión previa consiste en una inversión puntual, si hubiera transcurrido lapso de tiempo prolongado desde que se realizaron las negociaciones o si la entidad tuviera conocimiento de determinadas circunstancias que pudieran poner de manifiesto que las negociaciones anteriores no eran convenientes”*.

Esto es, la adecuación al perfil del cliente del producto y a sus objetivos de cobertura, se extiende más allá de la firma del contrato, debiendo la entidad advertir al cliente de aquellas modificaciones que pudieran sugerir la reestructuración o incluso cancelación del producto contratado.

Además en el caso de cónyuges en régimen de gananciales, el deber de información debe dirigirse a ambos⁸⁶⁹. El fundamento para reclamar el incumplimiento del deber de información para con ambos cónyuges se halla en los arts. 1375 y 1377⁸⁷⁰, pues para disponer de gananciales a título oneroso, es preceptivo el consentimiento de ambos cónyuges⁸⁷¹. Si bien este requerimiento olvida la praxis de las entidades de

⁸⁶⁷ Como destaca ZUNZUNEGUI *“el haber adquirido con anterioridad otro swap mal asesorado por el banco no determina la existencia de experiencia a los efectos de considerar adecuado el producto.”* ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación...ob. cit., págs. 653-684.

⁸⁶⁸ Comunicación de la CNMV sobre el Test de Conveniencia, de 31 de octubre de 2007. La SAP de Barcelona, secc. 13.ª de 29 de febrero de 2012, indica que la realización del test no es necesaria cuando la entidad conoce el perfil del inversor, producto de operaciones previas concertadas, aunque no conste documento escrito de las mismas.

⁸⁶⁹ Así por ejemplo en la SAP de Asturias, secc. 6ª, de 10 de diciembre de 2014, JUR 2014\10384 se condena al banco que ofreció al marido un test para verificar su experiencia financiera, pero que no incluyó a su mujer.

⁸⁷⁰ Señala su tenor que *“En defecto de pacto en capitulaciones, la gestión y disposiciones de los bienes gananciales corresponde conjuntamente a los cónyuges, sin perjuicio de lo que se determina en los artículos siguientes. Artículo 1377 Para realizar actos de disposición a título oneroso sobre bienes gananciales se requerirá el consentimiento de ambos cónyuges”* (artículo 1375).

⁸⁷¹ Recordemos que *“Cuando la Ley requiera para un acto de administración o disposición que uno de los cónyuges actúe con el consentimiento del otro, los realizados sin él y que no hayan sido expresa o*

realizar un solo test con fundamento en la Guía de la CNMV de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, de 17 junio 2010⁸⁷², a nuestro juicio debe prevalecer el criterio del C.c., pues dicha Guía carece de carácter normativo.

Una última cuestión que deseamos tratar versa sobre la obligación que pesa sobre las entidades de crédito de recomendar un producto adecuado al perfil del cliente, en función del análisis de los conocimientos y experiencia, y en caso de asesoramiento, sobre su situación financiera y objetivos de inversión, y la constatación del incumplimiento de dicho deber al proponer al cliente la contratación de un swap de tipos de interés, cuando la mera intención del cliente era la de cubrirse frente al riesgo de subida de los tipos de interés. Dicha constatación debería haber conducido a no recomendar un producto como el swap de tipos de interés, sino quizás un cap.

D) Asimetría financiera como determinante del contenido del deber de información

Como pone de manifiesto la STS de 20 de enero de 2014, de forma corriente, existe una desproporción entre la entidad que comercializa servicios financieros y su

tácitamente confirmados podrán ser anulados a instancia del cónyuge cuyo consentimiento se haya omitido o de sus herederos (art. 1322 C.c.).

⁸⁷² “En el supuesto de designación de varios cotitulares o autorizados mancomunados, se estima razonable que la evaluación de la conveniencia se realice considerando al titular/autorizado con mayor conocimiento y experiencia. Asimismo, en el supuesto de designación de varios cotitulares o autorizados solidarios, se estima razonable que la evaluación se realice considerando los conocimientos y experiencia del titular/autor”. Guía de la CNMV de actuación para el análisis de la conveniencia y la idoneidad, de 17 junio 2010, p. 11.

cliente (excepto que se trate de un inversor profesional), y una perentoria tutela, que el ordenamiento jurídico ha de procurarle⁸⁷³.

Y es que las entidades financieras al comercializar dichos productos no se limitan a la simple distribución, sino que ayudan a los clientes a interpretar la información relacionada con los mismos y a tomar la decisión de contratar un determinado producto⁸⁷⁴. Y puesto que *la entidad bancaria oferente del producto no es, en puridad, un partícipe neutral en la operación*, los límites y el rigor en el cumplimiento de una completa información al cliente se tornan muy delicados⁸⁷⁵.

⁸⁷³ Señala dicha sentencia en su tenor que *“La complejidad de los productos financieros propicia una asimetría informativa en su contratación, lo que ha provocado la necesidad de proteger al inversor minorista no experimentado en su relación con el proveedor de servicios financieros. Como se ha puesto de manifiesto en la doctrina, esta necesidad de protección se acentúa porque las entidades financieras al comercializar estos productos, debido a su complejidad y a la reseñada asimetría informativa, no se limitan a su distribución sino que prestan al cliente un servicio que va más allá de la mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros, en la medida en que ayudan al cliente a interpretar esta información y a tomar la decisión de contratar un determinado producto”*. Vid. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit.

⁸⁷⁴ *“Así la Sala (aludiendo a la STS de 20 de enero de 2014) parte de la evidente desproporción existente entre las entidades bancarias y los clientes que no sean inversores profesionales; como consecuencia de dicha desproporción, el cliente es merecedor de la máxima protección, pues la entidad financiera no es un aséptico transmisor de información, sino que asume una posición de consejera, en la medida que ayuda en la interpretación de dicha información y en la toma de decisiones en la contratación”*. Igualmente la STS 547/2015, de 20 de octubre, parafraseando la STS de 20 de enero de 2014, afirma que *«las entidades financieras al comercializar estos productos, debido a su complejidad y a la reseñada asimetría informativa, no se limitan a su distribución sino que prestan al cliente un servicio que va más allá de la mera y aséptica información sobre los instrumentos financieros, en la medida en que ayudan al cliente a interpretar esta información y a tomar la decisión de contratar un determinado producto»*.

⁸⁷⁵ SAP de Zaragoza, de 20 de junio de 2011. Véase en este sentido GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. FORTEA GORBE, José Luis. «Medidas cautelares en procesos de nulidad de contratos de permuta financiera de tipos de interés (swaps) y contratos marco de operaciones financieras. Jurisprudencia reciente de las Audiencias Provinciales en Práctica de Tribunales». En: *Práctica de Tribunales*, nº 93 (mayo 2012) [acceso por base de datos La Ley Digital]. Señala PULIDO que *“Desde un punto de vista general, los problemas de información asimétrica se producen siempre que en una relación bilateral una de las partes dispone de más y mejor información que la otra. Esto es particularmente relevante en el sector bancario, donde, además, se produce con frecuencia una «deformación» de la información que facilita el banco (lo que algún autor ha denominado un «aléa de moralité»)*”. PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., págs. 15 y 16.

La complejidad de los productos financieros⁸⁷⁶ *“propicia una asimetría informativa en su contratación, que es la razón de la necesidad de proteger al inversor minorista no experimentado en su relación con el proveedor de servicios financieros”*.

En efecto, a consecuencia de la litigiosidad originada por la proliferación de la negociación de los SWAPS de tipos de interés con particulares, y la inadecuación de tales instrumentos al perfil inversor de los mismos, se hace necesario constatar los intentos del legislador español para paliar las nefastas consecuencias de un tráfico indiscriminado en torno a un instrumento de suma complejidad como es el SWAP, como hemos tenido ocasión de comprobar. Y siguiendo dicha pauta surge la facultad de la CNMV para establecer los términos en que debe mantenerse el registro de clientes y productos no adecuados como consecuencia de haberse realizado una evaluación con resultado negativo⁸⁷⁷. En cumplimiento del deber de actuar en interés de los clientes, dicho registro debe mantenerse con la finalidad, entre otras, de contribuir a que no se les ofrezcan, de forma personalizada, productos cuya conveniencia haya sido evaluada previamente con resultado negativo.

A mayor abundamiento en aras a *“mitigar la asimetría financiera”*⁸⁷⁸ existente *inter partes*, se impone la necesidad de informar al cliente con carácter previo a la

⁸⁷⁶ SAP de Zaragoza, secc. 4ª, núm. 256/20150, de 30 de julio que considera los términos no sólo de resoluciones de la Audiencia Provincial sino *“también unas consideraciones generales que se han repetido en sentencias del TS en relación a la contratación bancaria y su normativa aplicable (así, st. TS de 20-1-2014, nº 840/2013, de 17-2-2014, nº 41/2014, de 8-7-2014, nº 387/2014, de 8-9-2014 nº 458/2014, de 10-9-2014 nº 460/2014, de 12-1-2015 nº 769/2014, 26-2-2015 nº 110/2015).”*

⁸⁷⁷ Circular 1/2014, de 26 de febrero, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, sobre los requisitos de organización interna y de las funciones de control de las entidades que prestan servicios de inversión.

⁸⁷⁸ FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. Swap...ob. cit., p. 7. Muchas veces se justifica la existencia de error excusable en el desequilibrio existente entre las partes. La entidad de crédito se sitúa en una posición preeminente sobre el consumidor, dado su acceso a información privilegiada, y pronósticos profesionales sobre la evolución de tipos de interés, en el supuesto del swap. Destaca AGÜERO ORTIZ que *“la contraprestación a recibir por el cliente en caso de subida de los intereses suele ser moderada habida cuenta de la frecuencia del límite a la alza o techo (cap), que suele predisponer la entidad de crédito; frente a lo que sucede cuando los tipos descienden y toca al consumidor afrontar el riesgo asumido”*. AGÜERO ORTIZ, Alicia. «El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación

perfección del contrato, de una serie de aspectos, para que de este modo, pueda tomar su decisión con conocimiento de causa⁸⁷⁹. Este deber dimana del principio que impone actuar conforme a las exigencias de la buena fe (*good faith and fair dealing*), y se sitúa en el contexto del art. 7 C.c. y del art. 1:201 de los Principios de Derecho Europeo de Contratos⁸⁸⁰.

Como constata la Sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 28 de enero de 2015 la contravención de dichos deberes suponen violaciones del “orden público económico”⁸⁸¹.

por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 8, 2013, pág. 497.

⁸⁷⁹ Interesante resulta el estudio del Derecho francés que perfila la diferencia entre el deber de información (*obligation d'information*) y el deber de prevenir al cliente de los riesgos de la operación (*obligation de mise en garde*), pues ambos difieren en contenido y alcance. Para más detalle véase STORCK, M., “Les obligations d'information, de conseil, et de mise en garde des prestataires de services d'investissement”, en *Bulletin Joly Bourse*, núm. 3, mai-juin 2007, § 66.; COTTY, T. /ZADGORSKA, D., “L'investisseur face aux nouveaux contours des obligations d'information et de mise en garde du banquier”, en *Revue Trimestrielle du droit financier*, núm. 3, 2009, pp. 33 ss.; MOULIN, J.M., “L'investisseur averti”, en *Droit bancaire et financier*. Mélanges AEDBF-France, V, Paris, 2009, pp. 313 ss. En este sentido PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., pág. 20. Con todo ello también resulta traer a colación el razonamiento del Alto Tribunal en STS de 20 de enero de 2014, recogido en la SAP de Madrid, de 14 de mayo de 2014, donde se señala que el deber de información *no es igual ni tiene siempre la misma intensidad, pues ha de conexionarse con la figura contractual de que se trate en cada caso*. CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍQUEZ, Mercedes de. Swaps...ob. cit. Véase también GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad*...ob. cit.

⁸⁸⁰ Como señala la STS 2659/2014, de 7 de julio “Según se declaró en la STS nº 840/2013, la habitual desproporción que existe entre la entidad que comercializa servicios financieros y los clientes, derivada de la asimetría informativa sobre productos financieros complejos, es lo que ha determinado la necesidad de una normativa específica protectora del inversor no experimentado, que tiene su último fundamento en el principio de la buena fe negociada, a la que ya se había referido esta Sala en la STS nº 244/2013, también del Pleno, de 18 de abril de 2013, recurso nº 1979/2011 (...). Véase LANDO, O. /BEALE, H. (eds.). *Principles of European Contract Law*. Dordrecht: Nijhoff, 1995, pp. 53 ss. Así bajo la rúbrica “*Good faith and Fair dealing*” (buena fe contractual) se dispone que “*Each party must act in accordance with good faith and fair dealing*” (cada parte tiene la obligación de actuar conforme a las exigencias de la buena fe). Como pone de relieve PULIDO BEGUINES, Juan Luis: “*Resulta evidente que el deber de actuar de buena fe lleva implícito el deber de negociar de buena fe y, consiguientemente, de proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio. Las normas de conducta de rango administrativo, de hecho, sirven para dotar de contenido al art. 57 del Cod.com. y al art. 1258 del C.c.*” PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., pág. 19

⁸⁸¹ «...la principal razón de ser de estos deberes de información respecto de las personas físicas y jurídicas no profesionales en la contratación de instrumentos financieros complejos es proteger la buena

La información deberá presentar mayor rigor cuando se trate de inversores no avezados en temas financieros, o lo que es igual cuando se contrate con clientes minoristas⁸⁸², lo que no descarta el derecho de los clientes profesionales a ser debidamente informados (art. 209 TRLMV).

Por último, queremos indicar que el deber de información, no sólo es un deber de carácter precontractual, sino que ostenta vigencia durante la vida del contrato,

fe, inexistente cuando no media recto conocimiento de la causa, por desigualdad en la comprensión del producto, a la hora de emitir el consentimiento. Estamos, en suma, ante una normativa de orden público económico con un claro carácter tuitivo de la parte débil de la contratación, de un modo similar a lo que sucede con la ordenación protectora de consumidores y usuarios.». Para más detalle véase CONTHE GUTIÉRREZ, Manuel. Swaps...ob. cit.

⁸⁸² Según el Servicio de reclamaciones de la CNMV, “*las entidades, que son las que diseñan los productos y las que los ofrecen a su clientes, deben realizar un esfuerzo adicional, tanto mayor cuanto menor sea el nivel de su formación financiera de su cliente, a fin de que este comprenda, con ejemplos sencillos, el alcance de su decisión, y estime si esta es adecuada, o si le va a poner en una situación de riesgo no deseada*” (Resolución del Servicio de Reclamaciones de la CNMV de 24 de junio de 2009). En virtud del art. 64 del RD 217/2008 “*Las entidades que prestan servicios de inversión deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas. 2. En la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información: a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión. b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse. c) La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero. d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos. 3. Cuando la entidad proporcione a un cliente minorista, incluidos los potenciales, información sobre un instrumento financiero que sea objeto en ese momento de una oferta pública sujeta a la obligación de elaborar folleto, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 30 bis de la Ley 24/1988, de 28 de julio, le deberá comunicar la fecha en que el folleto se pondrá a disposición del público. 4. Cuando sea probable que los riesgos asociados a un instrumento financiero compuesto por dos o más instrumentos o servicios financieros sean mayores que el riesgo asociado a cada uno de esos instrumentos o servicios individualmente considerados, deberá proporcionarse una descripción adecuada de cada uno de los instrumentos o servicios que integran el instrumento financiero en cuestión y una explicación de la forma en que la interacción entre los distintos componentes de ese instrumento financiero aumentan los riesgos. 5. Cuando el instrumento financiero incorpore una garantía de un tercero, deberá proporcionarse información suficiente sobre el garante y la garantía para que el cliente minorista, incluido el potencial, pueda valorar razonablemente la garantía aportada.*”

debiéndose proporcionar información de los aspectos del mercado que afecten a sus obligaciones con el producto⁸⁸³.

Dicho deber, por lo demás, no se debe confundir con el servicio de asesoramiento en materia de inversiones. En dicho asesoramiento, se manifiesta la opinión del profesional en torno a la conveniencia de operar sobre un determinado producto. Cuando hay asesoramiento, el cliente, se pone en manos del asesor, debiendo la recomendación profesional ser idónea para salvaguardar al cliente.

Por último, el cumplimiento de la obligación de informar, no puede descargarse en protocolos notariales, en el supuesto de que el contrato de inversión se formalice en escritura pública, todo ello sin perjuicio de la función preventiva que cumplen los notarios (STS 464/2014)⁸⁸⁴.

E) Información en torno al producto

El art. 209 TRLMV impone a las entidades financieras que presten servicios de inversión, la obligación de ilustrar al inversor del instrumento ofrecido y del servicio prestado⁸⁸⁵, de los centros de ejecución de órdenes, y los gastos y costes asociados, para que de este modo el cliente pueda entender la naturaleza y los riesgos que implica la contratación del mismo⁸⁸⁶.

⁸⁸³ “Por ejemplo, en torno a las oscilaciones del mercado bursátil o, en nuestro caso, oscilaciones en el Euribor; ello en base a los arts. 255 y 260 C. de c. Ver la SAP de Asturias de 16-12-2010”. NASARRE AZNAR, Sergio. Malas prácticas...ob. cit. pág. 2689.

⁸⁸⁴ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria*...ob. cit., pág. 52.

⁸⁸⁵ Sobre el deber de información en la legislación pre-MIFID véase VÁZQUEZ GARCÍA, David. *Contratación*...ob. cit.

⁸⁸⁶ Señala los apartados 3-6 del citado precepto que “3. A los clientes, incluidos los clientes potenciales, se les proporcionará, de manera comprensible, información adecuada sobre: a) La entidad y los servicios que presta; b) Los instrumentos financieros y las estrategias de inversión, y c) Los centros de ejecución

El objetivo que se ambiciona con el acatamiento de dicha obligación, se traduce en la preservación de la transparencia y eficacia del mercado de servicios financieros, y en que la formación y manifestación del consentimiento contractual sea la adecuada⁸⁸⁷. Dichos objetivos concurren tanto en la normativa MiFID como pre-MiFID.

En virtud del art. 209 TRLMV, el deber de información rige con carácter previo a la formación del consentimiento, traducándose en el suministro de información precontractual, y con carácter ulterior, durante la vigencia del contrato surtiendo a los clientes de información postcontractual⁸⁸⁸.

Se impone que la información sea imparcial, clara y no engañosa (apdo. 2 del art. 209), no desapareciendo este exhaustivo deber de información (SAP de Valladolid, secc. 3ª, 53/2014, de 4 de marzo de 2014) *por el hecho de que el swap se halle vinculado a uno o varios contratos de préstamo en cualquiera de sus modalidades. De*

de órdenes y los gastos y costes asociados. 4. La información a la que se refiere el apartado anterior permitirá a los clientes, incluidos los clientes potenciales, comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa. 5. La información a la que se refiere el apartado 3 podrá facilitarse en un formato normalizado. 6. A los efectos previstos en este capítulo se considerará cliente potencial a aquella persona que haya tenido un contacto directo con la entidad para la prestación de un servicio de inversión, a iniciativa de cualquiera de las partes". Por su parte los apartados 1 y 3 del art. 210 indican que "1. La información referente a los instrumentos financieros y a las estrategias de inversión prevista en el artículo 209.3.b) deberá incluir orientaciones y advertencias apropiadas sobre los riesgos asociados a tales instrumentos o estrategias. 2. En el caso de valores distintos de acciones emitidos por una entidad de crédito, la información que se entregue a los inversores deberá incluir información adicional para destacar al inversor las diferencias de estos productos y los depósitos bancarios ordinarios en términos de rentabilidad, riesgo y liquidez. El Ministro de Economía y Competitividad o, con su habilitación expresa la Comisión Nacional del Mercado de Valores, podrán precisar los términos de la citada información adicional. 3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir que en la información que se entregue a los inversores con carácter previo a la adquisición de un producto, se incluyan cuantas advertencias estime necesarias relativas al instrumento financiero y, en particular, aquellas que destaquen que se trata de un producto no adecuado para inversores no profesionales debido a su complejidad. Igualmente, podrá requerir que estas advertencias se incluyan en los elementos publicitarios".

⁸⁸⁷ SSAP Asturias-Oviedo (secc. 5ª) de 27 de enero de 2010 (FD 5º); Barcelona (secc. 19ª) de 9 de mayo de 2011 (FD 3); Girona (secc. 1ª) de 18 de febrero de 2011 (FD 2); León (sección 2ª) de 22 de junio de 2010 (FD 2) y de 21 de enero de 2011 (FD3); y Pontevedra (secc. 1ª) de 7 de abril de 2010 (FD 8). MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit. pág. 117.

⁸⁸⁸ Señala su tenor que la entidad debe *"mantener, en todo momento, adecuadamente informados a sus clientes"*.

conformidad con dicho precepto, la información relativa al swap de tipos de interés debe tratar la naturaleza, riesgos, gastos y costes adjuntos de dicho producto.

Por su parte el art. 60.1 RD 217/2008 apunta los requisitos que deben cumplirse para que la información sea imparcial, clara y no engañosa⁸⁸⁹, exigiendo que la información sea exacta y no destaque los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible. Debe ser suficiente y presentarse de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios. Además *“no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes”*. Por tanto además de imparcial, clara y no engañosa, la información debe ser exacta, suficiente y transparente⁸⁹⁰.

La disciplina pormenorizada del contenido de la información se rige por los arts. 61-70 RD 217/2008. El art. 61, sanciona la obligación de las entidades de servicios de inversión de informar a sus clientes en torno a la obligación que ostentan de clasificarlos. El art. 62.1 y 2, impone a las entidades de servicios de inversión la obligación de informar sobre las condiciones del contrato, el instrumento financiero, y los costes y gastos asociados. El art. 66 contempla el contenido del deber de información, por lo que a costes y gastos se refiere. Dicho precepto, si bien referido a clientes minoristas, no puede interpretarse *a sensu contrario*, en el sentido de no aplicarse a clientes profesionales. Se exige pues la revelación del precio del servicio a clientes profesionales.

⁸⁸⁹ El art. 60 del RD 217/2008, define con mayor precisión las *“condiciones que debe cumplir la información para ser imparcial, clara y no engañosa”*. En concreto señala que *“La información deberá ser exacta y no destacará los beneficios potenciales de un servicio de inversión o de un instrumento financiero sin indicar también los riesgos pertinentes, de manera imparcial y visible.”* Además *“La información será suficiente y se presentará de forma que resulte comprensible para cualquier integrante medio del grupo al que se dirige o para sus probables destinatarios. La información no ocultará, encubrirá o minimizará ningún aspecto, declaración o advertencia importantes.”*

⁸⁹⁰ En este sentido vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pags. 109 y ss.

De igual modo rige el art. 255 del C. de c. exigiéndose la comunicación al cliente de cualquier accidente no previsto y el 260 del mismo cuerpo legal a cuyo tenor *“El comisionista comunicará frecuentemente al comitente las noticias que interesen al buen éxito de la negociación, participándole por el correo del mismo día, o del siguiente, en que hubieren tenido lugar, los contratos que hubiere celebrado.”*

Nos recuerda además la Circular 5/2012, de 27 de junio, del Banco de España, a entidades de crédito y proveedores de servicios de pago, sobre transparencia de los servicios bancarios y responsabilidad en la concesión de préstamos que *“La información precontractual de los productos y servicios bancarios que se comercialicen a distancia deberá respetar también lo dispuesto en la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores⁸⁹¹.”*

Por su parte la Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de información y clasificación de productos financieros, pone de relieve que si bien las normas tuitivas aprobadas en los últimos años, han incrementado la información que se ha de poner a disposición del cliente, y han establecido la obligación de que dicha información conste por escrito, la gran cantidad de información precontractual que se ha de poner a disposición de los clientes y la ausencia de un formato común para su representación, constituyen dos factores que dificultan la adecuada comprensión de los productos ofrecidos y su comparación con otros. Como se puso de manifiesto en el informe de la Subcomisión constituida en el seno de la Comisión de Economía y Competitividad del Congreso de los Diputados, de octubre de 2013, *«lo importante no es facilitar mucha información sino aquella necesaria para que*

⁸⁹¹ Para un estudio de la ley véase ROS CEREZO, Rafael Mateu de. «La ley sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». En *Cuadernos de derecho y comercio*, n.º 49, 2008, págs. 101-123; TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «La ley 22/2007, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º. 107, págs. 281-287. NOVAL LAMAS, Joaquín José. «El derecho de información en la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º. 126, págs. 215-245.

el cliente pueda conocer el alcance de lo que firma». Por todo ello, se impone con carácter previo a la comercialización de los productos de inversión, la necesidad de clasificar los productos, por riesgo, liquidez y complejidad. Con tal finalidad, las entidades⁸⁹² entregarán a sus clientes actuales o potenciales, un indicador de riesgo (por colores o números), y en su caso, unas alertas por liquidez y complejidad conforme las especificaciones contenidas en su anexo (art. 11). A tales efectos, quedan bajo su ámbito de aplicación los instrumentos financieros recogidos en el artículo 2 del TRLMV, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, los depósitos bancarios, los productos de seguros de vida con la finalidad de ahorro y los planes de pensiones individuales y asociados. No obstante, el ámbito de aplicación de la orden se termina de definir mediante dos normas de cierre: primero, la orden se aplica solo en relación con la comercialización de productos a clientes no profesionales y segundo, se exime de su cumplimiento a la prestación del servicio de gestión discrecional e individualizada de carteras, dado que en estos casos es la empresa quien toma las decisiones de inversión por cuenta del cliente. Por su parte, en el capítulo II de la Orden, se establecen también las alertas sobre liquidez y sobre la complejidad del producto, que únicamente deberán ser incluidas en la información a entregar al cliente o potencial cliente, en el caso de que concurran algunas de las circunstancias expresamente previstas en el articulado de la orden ministerial. De este modo en el caso de que se comercialice un producto complejo, como al efecto lo es el swap de tipos de interés, deberá acompañarse una alerta, que indique que se trata de

⁸⁹² Dicha obligación se predica a los efectos del swap de tipos de interés por las empresas de servicios de inversión previstas en el art. 143 TRLMV, incluidas las personas físicas que tengan la condición de empresas de asesoramiento financiero, así como a las entidades autorizadas para la prestación de determinados servicios de inversión y servicios auxiliares, en virtud del artículo 145 de dicha ley; las entidades de crédito sujetas a la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito; los establecimientos financieros de crédito, sujetos al título II de la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial; las entidades aseguradoras sujetas a la Ley 20/2015, de 14 de julio, de ordenación, supervisión y solvencia de las entidades aseguradoras y reaseguradoras; las entidades gestoras de fondos de pensiones sujetas al texto refundido de la Ley de Regulación de los Planes y Fondos de Pensiones, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2002, de 29 de noviembre (art. 3 Orden). Sobre los efectos de la orden en entidades extranjeras vid. art. 3.1

un producto complejo y difícil de entender, acompañada de un signo de exclamación (apartado 6 del anexo)⁸⁹³.

Conforme al art. 10 de la citada orden, el indicador de riesgo, las alertas sobre liquidez y complejidad deben incluirse, en las comunicaciones publicitarias sobre los productos financieros que incluyan información concreta sobre sus características y riesgos, y en la descripción general de la naturaleza y los riesgos del producto financiero que deba facilitarse a los clientes actuales o potenciales con carácter previo a la adquisición conforme al art. 64 RD 217/2008.

En cuanto a la comercialización a distancia de los productos financieros (art. 12), se precisa expresamente, en aras de la claridad normativa, que el indicador de riesgo y las alertas sobre la liquidez y la complejidad deberán facilitarse al cliente potencial antes de contratar dichos productos, de conformidad con lo establecido en el artículo 7 de la Ley 22/2007, de 11 de julio, sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores.

Esencial resulta por tanto, en aras a dilucidar la naturaleza jurídica del swap de tipos de interés, el art. 64 del RD 217/2008, de 15 de febrero que indica que las entidades financieras *“deberán proporcionar a sus clientes, incluidos los potenciales, una descripción general de la naturaleza y riesgos de los instrumentos financieros, teniendo en cuenta, en particular, la clasificación del cliente como minorista o profesional. En la descripción se deberá incluir una explicación de las características del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los riesgos inherentes a ese instrumento, de una manera suficientemente detallada para permitir que el cliente pueda tomar decisiones de inversión fundadas”*⁸⁹⁴.

⁸⁹³ De conformidad con el art. 9.3. de la citada Orden: *El texto de la alerta sobre complejidad será, de conformidad con el apartado 6 del anexo, el siguiente: «!Producto financiero que no es sencillo y puede ser difícil de comprender.»*

⁸⁹⁴ En la misma línea el art. 29 de la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible, desarrollado por el art. 9 de la Orden/ECO 2899/2011, de 28 de octubre, de Transparencia y Protección del Cliente de

De dicho precepto se deduce sin lugar a dudas, que la información relativa al swap de tipos de interés, debe también suministrarse al cliente profesional⁸⁹⁵, no pudiendo el prestador de servicios de inversión respaldarse en la pretendida experiencia o conocimientos del mismo, para no procurarle la información a la que tiene derecho⁸⁹⁶. Debemos constatar que el cliente profesional, no ostenta la condición de contraparte elegible, siendo cliente del banco, y como tal debe ser tutelado. A la postre, los arts. 209-211 TRLMV, no distinguen entre clientes minoristas y profesionales, pues dicha discriminación tiene transcendencia para evaluar el cliente ex. arts. 212-217 del citado texto legal. Tampoco es argumento la redacción del art. 62 RD 217/2008, que se reconduce a exponer las obligaciones de información de los prestadores de servicios de inversión con respecto a sus clientes minoristas, como un plus hacia los mismos⁸⁹⁷, sin que extraña una exclusión a la protección que debe dispensarse a los clientes profesionales, pues como bien nos recuerda el art. 64 RD, dicha información tiene distinto contenido en función de *“la clasificación del cliente como minorista o profesional”*. De lo dicho se desprende que la obligación de información se rige bajo el principio de adecuación⁸⁹⁸, y debe concederse a los clientes profesionales⁸⁹⁹.

Concreta el apartado 2 del citado precepto que *“En la explicación de los riesgos deberá incluirse, cuando sea justificado en función del tipo de instrumento financiero en cuestión y de los conocimientos y perfil del cliente, la siguiente información:*

Servicios Bancarios obliga a las entidades de crédito a *«facilitar a todo cliente explicaciones adecuadas y suficientes para comprender los términos esenciales de todo servicio bancario ofertado y adoptar una decisión informada, teniendo en cuenta sus necesidades y su situación financiera»*.

⁸⁹⁵ Así, la información debe ofrecerse al cliente, sin distinción por categoría ex art. 79.

⁸⁹⁶ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., pág. 55.

⁸⁹⁷ ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., págs. 55-57.

⁸⁹⁸ Vid. STS 378/2014.

⁸⁹⁹ Así el art. 19 MiFID, no distingue entre clientes profesionales y minoristas a efectos del derecho de información, criterio confirmado por la MiFID II (art. 24).

a) Los riesgos conexos a ese tipo de instrumento financiero, incluida una explicación del apalancamiento y de sus efectos, y el riesgo de pérdida total de la inversión.

b) La volatilidad del precio de ese tipo de instrumento financiero y cualquier limitación del mercado, o mercados, en que pueda negociarse.

c) La posibilidad de que el inversor asuma, además del coste de adquisición del instrumento financiero en cuestión, compromisos financieros y otras obligaciones adicionales, incluidas posibles responsabilidades legales, como consecuencia de la realización de transacciones sobre ese instrumento financiero.

d) Cualquier margen obligatorio que se hubiera establecido u otra obligación similar aplicable a ese tipo de instrumentos.”

A la vista del precepto citado, debemos a continuación plantearnos cuáles son los requisitos que debe cumplir este deber de información.

De este modo, declara la STS de 20 de enero de 2014 que *todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate. Este principio general es una consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe*⁹⁰⁰.

Siendo así, en primer lugar queremos destacar que la información debe ilustrar al cliente en torno a los riesgos concretos y específicos del swap contratado, debiendo

⁹⁰⁰ Que como hemos señalado se contiene en el art. 7 CC y en el derecho de contratos de nuestro entorno económico y cultural, reflejo de lo cual es la expresión que adopta en los Principios de Derecho Europeo de Contratos (The Principles of European Contract Law —PECL— cuyo art. 1:201 bajo la rúbrica "Good faith and Fair dealing" ("Buena fe contractual"), dispone como deber general: "Each party must act in accordance with good faith and fair dealing" ("Cada parte tiene la obligación de actuar conforme a las exigencias de la buena fe").

ser completa⁹⁰¹, comprensible, y prestada con la antelación suficiente para justificar una clara formación de la voluntad.

De este modo, debemos precisar que la información en torno a los riesgos del swap se torna insuficiente con una mera referencia a posibles liquidaciones negativas, en el caso de que no se especifiquen “en qué medida dependen de la evolución de los tipos de interés, de qué cuantía serán (...), cuál era la previsión de evolución de los tipos de interés y cuál sería el coste de la cancelación anticipada del producto. En todo caso dicha información *“debe permitir al cliente «comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece pudiendo, por tanto, tomar decisiones sobre las inversiones con conocimiento de causa». (...) Las entidades demandadas «deberán comportarse con diligencia y transparencia en interés de sus clientes cuidando de tales intereses como si fueran propios» (...), no pudiendo decirse que lo hayan hecho así al permitir una operación que ofrecía claro riesgo de enormes pérdidas en caso de bajada de los tipos de interés, como así ha sucedido, sin informar previamente al cliente de esa posibilidad⁹⁰².”*

Dicho requisito, como ha clarificado la STS de 10 de septiembre de 2014⁹⁰³, tampoco se cumple con la sola idea de que la contratación de un producto de inversión acarrea un riesgo *per se*, sino que se deben poner de manifiesto por parte de la entidad

⁹⁰¹ Así señala VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. que debe contemplar todos los escenarios posibles.

⁹⁰² SAP de Madrid, de 2 de marzo de 2014.

⁹⁰³ «...En el caso objeto del recurso, la tesis de la audiencia provincial consiste en que basta para excluir la existencia de un error esencial con que el cliente sea consciente de que está contratando un producto que, al consistir en una inversión, conlleva un alto nivel de riesgo, aunque ignore los detalles del mismo por las omisiones en la información facilitada por la empresa que opera en el mercado de inversión. Tal tesis no puede admitirse. En primer lugar, porque de los propios hechos admitidos por la audiencia, al compartir en lo sustancial la base fáctica de la sentencia de primera instancia y la calificación contractual que esta establece, se desprende que no se informó adecuadamente al cliente del considerable riesgo asociado a la operación (que llamativamente se calificaba como “seguro de vida”) y que solo en algunos documentos contractuales muy accesorios, que no fueron entregados con la necesaria antelación sino en el momento de suscribir la solicitud de seguro e incluso con posterioridad, se hacían puntuales referencias, en el seno del amplio condicionado general, a la existencia de riesgo».

y con detalle, qué riesgos concretos son los que el cliente afronta. Yendo más lejos, afirma la citada sentencia, que se reputará insuficiente dicha información sobre los riesgos, si posteriormente las pérdidas de la inversión, se originan por motivos distintos⁹⁰⁴. Por todo lo cual *“la información relevante en cuanto al riesgo de la operación es la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial, pues solo así el cliente puede valorar con conocimiento de causa si la oferta de la entidad bancaria, en las condiciones de tipo de interés, periodo y cálculo propuestos, satisface o no su utilidad o conveniencia negocia”* (STS 550/2015, de 13 de octubre).”

En la misma línea la STS núm. 769/2015, de 12 de enero indica que *“Estas previsiones normativas (refiriéndose a la normativa sobre mercado de valores) son indicativas de que los detalles relativos a qué riesgo se asume, de qué circunstancias depende y a qué operadores económicos se asocia tal riesgo, no son meras cuestiones de cálculo, accesorias, sino que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato, (...) que se integran en la causa principal de su celebración, pues afectan a los riesgos aparejados a la inversión que se realiza. (...) La trascendencia que la normativa reguladora del mercado de valores reconoce a la información sobre los riesgos aparejados a la inversión, al exigir una información*

⁹⁰⁴ «...en segundo lugar, porque en la información facilitada por las demandadas, el riesgo se asociaba a extremos que nada tienen que ver con el riesgo finalmente acontecido. En la presentación de "power point" exhibida a los demandantes, la rentabilidad del producto estructurado se referenciaba a la evolución del activo subyacente, no se identificaba que el emisor del producto estructurado fuera un tercero distinto de BES y del emisor del subyacente, no se hacía referencia al riesgo de la inversión, y en concreto no se indicaba el riesgo de pérdida de la inversión en caso de insolvencia del emisor por la inexistencia de fondo de garantía alguno (...) pero en ningún caso se identificaba adecuadamente como riesgo de pérdida de la inversión ligado a la solvencia de una entidad (Lehman Brothers y el banco islandés Kaupthing, según los casos) distinta tanto de aquellas con las que se estaba contratando (BES y BES Vida) como de las relacionadas con los activos subyacentes (BBVA y otras), entidad que resultaba ser la emisora del producto estructurado, de la que ninguna información se suministró en el asesoramiento que BES facilitó en el seno del contrato de gestión asesorada de cartera; y ligado asimismo a la carencia de un fondo de cobertura o garantía...»).

completa y comprensible sobre tal cuestión, muestra su relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores”. De igual modo la STS 692/2015, de 10 de diciembre de 2015 indica que “para que la entidad financiera cumpla las exigencias legales de esta normativa reguladora (refiriéndose a la normativa reguladora del mercado de valores) de sus deberes de información al cliente, no basta con una información genérica, y menos aún con una que haga hincapié en las ventajas del producto pero deje en un segundo plano los riesgos que conlleva para el cliente. En la misma línea señala la STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016 que “Para excluir la existencia de un error invalidante del consentimiento, no basta con la conciencia más o menos difusa de estar contratando un producto de riesgo, en cuanto que es una inversión. Es preciso conocer cuáles son esos riesgos, y la empresa de servicios de inversión está obligada a proporcionar una información correcta sobre los mismos, no solo porque se trate de una exigencia derivada de la buena fe en la contratación, sino porque lo impone la normativa sobre el mercado de valores, que considera que esos extremos son esenciales y que es necesario que la empresa de inversión informe adecuadamente sobre ellos al cliente.”

En segundo lugar, se exige que la información en torno al producto y sus alternativas sea proporcionada al cliente con bastante antelación, para que pueda analizarlas y deliberar sobre su decisión (vid. art. 62.2 RD 217/2008), y de este modo su consentimiento pueda formarse adecuadamente, debiendo materializarse a través de la entrega de un documento informativo⁹⁰⁵.

⁹⁰⁵ STJUE de 18 de diciembre de 2014, asunto C-449/13, manifiesta que “las obligaciones en materia de información impuestas por la normativa de carácter precontractual, no pueden ser cumplidas debidamente en el momento de la conclusión del contrato, sino que deben serlo en tiempo oportuno, mediante la comunicación al consumidor, antes de la firma del contrato, de las explicaciones exigidas por la normativa aplicable”. Por su parte la STS de 10 de septiembre de 2014 declara que «además de los razonamientos expresados anteriormente sobre la insuficiencia de la información facilitada a los demandantes por su falta de concreción sobre los extremos relevantes del producto contratado, su emisor y los riesgos asociados al mismo, las demandadas infringieron la obligación de informar a los potenciales clientes al ofertarles el producto, con suficiente antelación respecto de la suscripción del

Señala al efecto al STS de 12 de enero de 2015 que *“cuando, como ocurre en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de los riesgos en la contratación de productos y servicios de inversión, y le impone esa obligación con carácter previo a la celebración del contrato y con suficiente antelación, lo que implica que debe facilitar la información correcta en la promoción y oferta de sus productos y servicios y no solamente en la documentación de formalización del contrato mediante condiciones generales, para que el potencial cliente pueda adoptar una decisión inversora reflexiva y fundada (...), en tal caso, la omisión de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente, determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable.*

Otro factor que debemos destacar, es la insuficiencia de menciones genéricas relativas a la recepción de información, aceptación del riesgo de la inversión, y capacidad para comprender el producto, pues tal y como señala la STS núm. 254/2015, de 12 de enero de 2015, se conciben dichas referencias como fórmulas predispuestas y estereotipadas⁹⁰⁶ *“que, de considerarse válidas, harían inútiles las previsiones*

contrato. El art. 11 Directiva 1993/22/CEE, de 10 de mayo, sobre servicios de inversión en el ámbito de los valores negociables, establece que las empresas de inversión tienen la obligación de transmitir de forma adecuada la información procedente “en el marco de las negociaciones con sus clientes”. El art. 5 del anexo del RD 629/1993, aplicable por razón del momento en que se celebraron los contratos, exige que la información “clara, correcta, precisa, suficiente” que debe suministrarse a la clientela sea “entregada a tiempo para evitar su incorrecta interpretación”. La consecuencia de lo anterior es que la información clara, correcta, precisa y suficiente sobre el producto o servicio de inversión y sus riesgos ha de ser suministrada por la empresa de servicios de inversión al potencial cliente no profesional cuando promueve u oferta el servicio o producto, con suficiente antelación respecto del momento en que se produce la emisión del consentimiento, para que este pueda formarse adecuadamente. No se cumple este requisito cuando tal información se ha omitido en la oferta o asesoramiento al cliente en relación a tal servicio o producto, y solo se facilita en el momento mismo de firma del documento contractual, inserta dentro de una reglamentación contractual que por lo general es extensa». En idéntico sentido STS 769/2014, de 12 de enero de 2015.

⁹⁰⁶ Como indica la sentencia citada *“Se trata de menciones predispuestas por la entidad bancaria, que consisten en declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional, vacías de contenido real al resultar contradichas por los hechos, como ya dijimos en la sentencia núm. 244/2013, de 18 abril. La normativa que exige un elevado nivel de*

*normativas que exigen un alto estándar de diligencia en la obligación de información*⁹⁰⁷.

Sobre la ineficacia de este tipo de menciones estereotipadas y predispuestas, vacías de contenido real al resultar contradichas por los hechos, se ha pronunciado el Supremo en las sentencias núm. 244/2013, de 18 abril, de 7 y 8 de julio de 2014, de 20 de enero de 2014, 769/2014 de 12 de enero de 2015, 535/2015, de 15 de octubre y 563/2015, de 15 de octubre entre otras. La simple firma del contrato que contuviera un “aviso” de que el cliente es consciente de los riesgos no es paliativo ni acreditativo del deber de información⁹⁰⁸, pues *“se trata de menciones predispuestas por la entidad bancaria, que consisten en declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional, vacías de contenido real al resultar contradichas por los hechos, como ya dijimos en la sentencia núm. 244/2013, de 18 abril*⁹⁰⁹. Lo determinante por ende⁹¹⁰ *“no es tanto que aparezca formalmente cumplido el trámite de la información, sino las condiciones en que materialmente se cumple el mismo”*. Dicho así los deberes de información que competen a la entidad financiera⁹¹¹ *“no quedan satisfechos por una mera ilustración sobre lo obvio, esto es, que como se establece como límite a la aplicación del tipo fijo un referencial variable, el resultado puede ser positivo o negativo para el cliente según la fluctuación de ese tipo*

información en diversos campos de la contratación resultaría inútil si para cumplir con estas exigencias bastara con la inclusión de menciones estereotipadas predispuestas por quien está obligado a dar la información, en las que el adherente declarara haber sido informado adecuadamente. La Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 18 de diciembre de 2014, dictada en el asunto C-449/13, en relación a la Directiva de Crédito al Consumo, pero con argumentos cuya razón jurídica los hace aplicable a estos supuestos, rechaza que una cláusula tipo de esa clase pueda significar el reconocimiento por el consumidor del pleno y debido cumplimiento de las obligaciones precontractuales a cargo del prestamista”.

⁹⁰⁷ Vid. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit.

⁹⁰⁸ Vid. SAP de Valencia, secc. 9ª, de 22 de febrero de 2012.

⁹⁰⁹ SAP de Madrid núm. 329/2015, de 9 de octubre.

⁹¹⁰ STS 563/2015, de 15 de octubre. Así la SAP de Murcia, secc. 5ª, núm. 156/2015, de 13 de octubre, rechaza la validez de un cuestionario de adhesión prefabricado y rellenado en la sucursal bancaria por ordenador.

⁹¹¹ Así STS 550/2015, de 13 de octubre y en idéntico sentido STS 563/2015, de 15 de octubre.

referencial”. Por ello se hace necesario⁹¹² que la entidad financiera advierta de modo claro “de los efectos perniciosos que el contrato traerá para el cliente para el caso de que bajen los tipos de interés, y que existe un riesgo de pérdidas de cuantías importantes, a la vista del nocional del contrato”.

Por otro lado es indispensable informar en torno a las comisiones implícitas existentes, dado que colocan al cliente no experto en la evaluación de swaps en una situación vulnerable⁹¹³.

El precio de mercado de un swap en el momento inicial debe ser cero para que la posición del banco y del cliente tenga el mismo valor. En caso contrario, se origina un desequilibrio contractual a favor de una de las partes en detrimento de la otra, adquiriendo una de las partes una mayor expectativa de éxito que la otra⁹¹⁴.

⁹¹² STS 692/2015, de 10 de diciembre de 2015

⁹¹³ Son comisiones implícitas los sobrepuestos ocultos a favor de la entidad financiera comercializadora. Véase PÉREZ GUERRA, Miguel. «Operaciones de derivados con sobrepuestos». En *Diario La Ley*, n.º 8251, 2014. “Ejemplo: Si hay sobrepuesto a favor del banco en un swap, quiere decir que la posición que adopta la entidad financiera en el negocio (que es la contraria a la del cliente) «vale más» que la que adopta el inversor, cuyo efecto redundará en que el banco o caja adquiere, ciertamente, una posición de ventaja en el contrato que le permite obtener una mayor probabilidad de éxito que su contrapartida, el cliente. Es decir, se produce un desequilibrio oculto, sólo conocido por una de las partes (el cliente no puede valorar las estructuras que se proponen al ser necesario aplicar metodologías y herramientas profesionales de valoración: Black Scholes, Montecarlo, etc.) que actúa en contra de los intereses del cliente quien asume, de partida, mucho más riesgo que la entidad financiera”. En la misma línea señala PLANA PALUZIE, Álex. Análisis...ob. cit., que, “en un swap, una comisión implícita es un coste sobre un producto o servicio financiero. Su existencia puede ser muy poco transparente si el banco no actúa de forma debida y el cliente no es un experto en la evaluación de swaps, sobre todo cuando éste se estructura de forma especialmente compleja. Esto significa que las entidades pueden cobrar comisiones implícitas a la mayoría de clientes sin que estos se den cuenta, de modo que el engaño es difícil de ver si el contrato no es analizado por un experto”.

⁹¹⁴ Véase al efecto v.gr. SAP de Las Palmas de Gran Canaria de 11 de mayo de 2015 que indica “El precio de mercado de un swap en el momento inicial debe ser igual a cero, pues por propia naturaleza se trata de un producto que intercambia flujos futuros, y de existir un valor negativo del swap en el momento inicial el swap estaría naciendo con un desequilibrio favorable al banco.” Por otro lado “La Comunicación de la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB, equivalente a la C.N.M.V. española) núm. 9019104, de 2 de marzo de 2009, sobre instrumentos financieros ilíquidos y en concreto swaps contratados en mercados no organizados (OTC), señalaba la importancia de la transparencia indicando que el entramado de precios y costes de este tipo de productos debe ser transparente a los ojos del

Además, conviene recordar que el cobro de una comisión, sea del tipo que sea, entraña un conflicto de interés (ex arts. 258 y 259 C. de c.) que debe ser correctamente administrado y exige que la entidad proporcione información bastante al cliente (arts. 44 y 45 RD 217/2008 y STS 668/2015, de 4 de diciembre).

Por tanto, la praxis de ocultar los sobrepuestos imputados, que de este modo no se exhiben en los documentos pre-contractuales, ni en las confirmaciones de las operaciones, resulta en una argucia, que puede motivar la acción de anulabilidad por error, además de entrañar incumplimiento de la normativa bancaria imperativa ex art. 6.3. C.c., y calificarse como una actuación contraria al principio de buena fe y abuso de derecho (arts. 7 y 1258 C.c.), al deber de actuar en defensa del cliente y con transparencia (art. 208 TRLMV), al deber de informar sobre los costes del servicio prestado (ex art. 209.1.c) TRLMV), de ofertar el mejor producto posible (ex art. 221.1.a) LMV), del cobro de comisiones que no tienen contraprestación o no han sido debidamente informadas (ex art. 3 de la Orden EHA/2899/2011)⁹¹⁵, de proporcionar información clara, imparcial y no engañosa (art. 60 RD 217/2008) precisa, suficiente y temporánea (art. 42 RD 217/2008), y finalmente contraria a la normativa de abuso de mercado⁹¹⁶.

cliente, con el fin que la industria fabricante de los productos no se aproveche de la opacidad y altere de forma artificiosa la estructura aleatoria del producto (GIRINO, Emilio, I contratti derivati, 2 ed. 2011, pág. 343 a 346). En este sentido, lo que viene a expresar la doctrina italiana es que la venta de un producto con sobrepuestos ocultos altera la estructura aleatoria del contrato en perjuicio del que soporta el sobrepuesto. La estructura financiera pierde gran parte de su aleatoriedad para convertirse en desequilibrada a favor de uno de los contratantes. El engaño está servido pues una de las partes «juega con ventaja» conoce, ciertamente, y desde el inicio del contrato que tendrá más probabilidades de éxito que su contrapartida quien por el contrario asume, ciertamente, y desde un principio un riesgo superior, sin ser consciente de ello. Realmente el cliente ab initio ya se encuentra en una situación de pérdida». PÉREZ GUERRA, Miguel. Operaciones...ob. cit.

⁹¹⁵ Véase PLANA PALUZIE, Álex. Análisis...ob. cit.

⁹¹⁶ Así PÉREZ GUERRA, Miguel. Operaciones...ob. cit. indica que es “contraria a la normativa de abuso de mercado en la medida que la actuación del banco constituye la materialización de un comportamiento engañoso o fraudulento en la negociación del derivado el cual se cierra falsamente y, a ojos del cliente, a «coste cero» o «prima cero» cuando realmente y como se ha explicado tiene un «valor económico negativo» para el inversor”. Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero

Resulta pionera en esta materia la SAP de Gran Canaria, de 11 de mayo de 2015, que obliga a devolver al cliente las comisiones implícitas cobradas al contratar el swap. La entidad financiera *“se imputó una ganancia determinada al no haberle atribuido un valor de cero, o carácter equilibrado, a los productos en el momento de la contratación, sin conocimiento o consentimiento del cliente”*, es por ello que *“por ese desequilibrio el banco debería pagar un precio, que no paga, se apropia de él, y esa es la forma de cobrar su comisión implícita, margen oculto o cualquier otro nombre que se le quiera dar a tal importante desequilibrio contractual.”*

Por último, queremos plantearnos si la obligación de información, se trata de una obligación de medios o de resultados. Esto es, ¿basta con que la entidad informe, sin que sea necesario verificar que el cliente ha comprendido, o es necesario que el cliente entienda la información ofrecida?⁹¹⁷

Podríamos concebir dicha obligación como una obligación de medios y no de resultado, respondiendo la empresa de servicios de inversión de la realización de un juicio de valor y oportunidad en torno a la inversión, en función de las circunstancias

de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (Directiva 2003/124/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la definición y revelación pública de la información privilegiada y la definición de manipulación de mercado; Directiva 2003/125/CE de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, sobre la presentación imparcial de las recomendaciones de inversión y la revelación de conflictos de intereses. Ver el RD 1333/2005) de 11 de noviembre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de abuso de mercado. Sobre esta materia téngase en cuenta la nueva regulación que dimana del Reglamento (UE) núm. 596/2014 y la Directiva 2014/57/UE (Reglamento y Directiva sobre abuso del mercado).

⁹¹⁷ *“Es planteable si, en algunas ocasiones, el cliente debería tener la suficiente asesoría legal y financiera independiente y suficiente en determinadas ocasiones para dar realmente su «consentimiento informado», es decir, ¿debería estar asistido por un financiero independiente de la entidad y/o por un abogado? Aunque ello pueda parecer desproporcionado, en el Reino Unido tuvo que hacerse así (asistencia de abogado independiente) para conseguir plena eficacia de una hipoteca en relación a los derechos del esposo no titular de la finca para vivir en la casa gravada y que no perdiese eficacia debido a influencia indebida o bien de la entidad de crédito o bien del esposo titular/hipotecante/deudor [casos Barclays Bank Plc. V. O'Brien y Royal Bank of Scotland Plc. V. Etridge (No. 2)]. NASARRE AZNAR, Sergio. Malas prácticas...ob. cit., pág. 2700-2701.*

subjetivas del cliente, y valiéndose de toda la diligencia que le sea exigible⁹¹⁸, habida cuenta que resulta imposible definir los estados mentales de entendimiento del cliente, que pertenecen a la órbita interna del sujeto. Sin embargo la jurisprudencia es clara (SAP de Madrid, secc. 11ª, 342/2014, de 15 de octubre) al sostener que *“como ya destacó esta Sala en su sentencia 294/2.012, de 29 de junio (Rollo de Apelación núm. 70/2.012), “el deber de información queda tan exacerbado en la legislación del mercado de valores que puede afirmarse que tal comportamiento precontractual por la parte que ocupa una posición preeminente en el mercado, la entidad financiera, no es un mero deber de actividad sino de resultado, esto es que la entidad debe asegurarse de que el inversor ha comprendido el alcance y la posición de riesgos que asume con el producto. Posicionamiento de la legislación sectorial que tiene una inmediata trascendencia en la doctrina sobre la inexcusabilidad del error, que queda así matizada en gran medida, por no decir que anulada.”*

F) Información en torno a las previsiones

Es interesante destacar un tema que ha hecho mella en la jurisprudencia como es el de la hipotética obligación de las entidades financieras que comercialicen con swaps de tipos de interés de suministrar una previsión en torno a la futura evolución del índice de referencia⁹¹⁹.

No ha habido aquiescencia sobre la obligación de proporcionar información sobre la fluctuación del tipo de interés del swap, antes de la entrada en vigor de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, que en su art. 24 establece, entre otros contenidos contractuales, la obligación de suministrar escenarios de las liquidaciones y del coste de cancelación (suministrando la metodología de cálculo), *“teniendo en cuenta diversos escenarios de tipos de interés que respondan a la evolución histórica*

⁹¹⁸ Vid. en este sentido REDONDO TRIGO, Francisco. La nulidad...ob. cit. págs. 638-639.

⁹¹⁹ Tema que queda referenciado a los swaps de tipos de interés.

del tipo de referencia". De ahí que, dicha normativa, que entró en vigor el 29 de julio de 2012⁹²⁰ corrobora la obligación de proporcionar un histórico, pero sin disipar la duda de si deben facilitarse las previsiones en torno al comportamiento futuro del elemento de referencia.

De este modo, y habida cuenta que la normativa bancaria y del mercado de valores sanciona únicamente la obligatoriedad de la claridad y transparencia en los contratos bancarios, dentro de la cual no se ubica la información en torno a un elemento aleatorio, se podría sostener que las entidades deben advertir del riesgo que entraña el contrato, sin que ello entrañe que deban *cuantificar ese riesgo sobre la base de unas previsiones futuras de un elemento, de por sí, imprevisible*⁹²¹. La conclusión es del todo lógica dado que *"la incertidumbre acerca de la evolución del mercado es connatural al componente aleatorio del contrato de Swap, en el que las liquidaciones a favor o en contra del cliente van a depender de la evolución de los tipos de interés escogidos como referencia"*⁹²². Se afirma por ende, que el deber de información no alcanza a los estudios sobre la previsión futura de evolución de los tipos de interés⁹²³ sancionando la STS 491/2015, de 15 de septiembre que *"en atención a la naturaleza del contrato de Swap de intereses (...) no cabe apreciar error vicio en la contratación de los Swaps basado en el desconocimiento que en ese momento tenía la demandante sobre la evolución que iban a tener los tipos de interés, e imputar el error al incumplimiento por parte del banco de un supuesto deber de informar acerca de las previsiones del mercado."* Tal es el parecer de la STS núm. 110/2015, de 26 de febrero que haciéndose eco de la STS de 7 de julio de 2014 matiza que *"(...) lo relevante no es si la información debía incluir o no la posible evolución de los tipos de interés, sino que*

⁹²⁰ D.F. 5ª de la Orden EHA/2899/2011.

⁹²¹ DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., pág.16.

⁹²² STS. 491/2015, de 15 de septiembre.

⁹²³ Vid. SAP de Vizcaya, secc. 5ª, de 6 de junio de 2012.

*la entidad de crédito debía haber suministrado al cliente una información comprensible y adecuada sobre este producto que incluyera una advertencia sobre los concretos riesgos que asumía (...), y **haberse cerciorado de que el cliente era capaz de comprender estos riesgos** y de que, a la vista de su situación financiera y de los objetivos de inversión, este producto era el que más le convenía (...).*

Como contraste, la Sentencia de la Sección 5.ª de la Audiencia Provincial de Oviedo, de 27 de enero de 2010⁹²⁴ fue la primera que sentó que *“la información relevante en cuanto al riesgo de la operación es la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial. Sólo así el cliente puede valorar ‘con conocimiento de causa’ si la oferta del Banco, en las condiciones de tipos de interés, período y cálculo propuestas, satisface o no sus intereses*⁹²⁵”. De igual modo la SAP de Madrid, secc. 9ª, 344/2013, de 21 de marzo de 2014, sostiene que *“Resulta obvio que las previsiones económicas no son certezas, pero son datos económicos fundamentales que los profesionales del sector, como la banca, tienen en su poder y que en casos como el presente han de compartir con el cliente de acuerdo con los preceptos citados de la LMV; en esos datos se basan las decisiones de inversión y de actuación que rigen su negocio y no son libres, desde luego, de ocultarlos a los clientes con los que contratan, cuanto menos de facilitarles información abiertamente falsa, contraria a la realidad (...)*⁹²⁶”.

⁹²⁴ Rollo de apelación núm. 508/2009.

⁹²⁵ “Sobre esta base, existe un amplio número de resoluciones judiciales que han entendido que la «previsión razonada y razonable» del Euribor es una información de carácter esencial cuya omisión conduce al error de virtualidad anulatoria en los Swaps”. DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., pág.15.

⁹²⁶ “Ésta es una discusión clásica en los litigios sobre SWAP según se evidencia de la lectura de la jurisprudencia menor que ha considerado, en algunos casos, la obligación de hacer partícipe al cliente de las propias previsiones sobre la fluctuación de tipos de interés (SAP Zaragoza, 17 septiembre 2012, SAP Madrid, 10 diciembre 2012, o SAP Asturias, 27 enero 2010). Es también uno de los requisitos exigidos por la jurisprudencia del TSJM. Así, en la STSJM 28 enero 2015 incide como defectos de motivación del laudo el hecho que no se «diera información sobre las previsiones de evolución del Euribor —posibles escenarios de variación de los tipos—. Y lo mismo hace la STSJM, 14 abril 2015 (Santos Vijande) con un mayor desarrollo, así como en la STSJM 26 mayo 2015 (Santos Vijande) (122). El argumento que

Si bien la previsión en torno a los tipos de interés entran dentro del componente aleatorio del contrato, muchas sentencias⁹²⁷ matizan que *obviamente no puede pretenderse de la entidad bancaria una información de la previsión de futuro del comportamiento de los tipos de interés acertada a ultranza, sino como exponía el Real Decreto 629/1993, en el ordinal 3 del artículo 5 del Anexo, “razonablemente justificada y acompañada de las explicaciones necesarias para evitar malentendidos”, o como exige el artículo 60.5 del RD 217/2008“ se basará en los supuestos razonables respaldados por datos objetivos (letra b). Estas exigencias confirman la obligación de informar sobre las previsiones y el rigor técnico que deben cumplir”*. Así la SAP de Madrid, secc. 21ª, 145/2014, de 31 de marzo de 2014 compartiendo las valoraciones hechas por la sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias de 30 de enero de 2012 indica que *“al Banco no se le reprocha que no conociera como iban a evolucionar los tipos de interés. Menos aún que estuviera en sus manos intervenir en la tendencia seguida por los mismos. Lo que se le imputa es que disponiendo de estudios e informes al respecto, no hiciera llegar sus conclusiones a la demandante para que contara con más elementos de decisión”* previsiones de evolución de los tipos de interés que sí se manejan cuando se produce la liquidación del contrato por cancelación anticipada, como puede comprobarse con el documento nº 4 acompañado a la demanda.

suele realizarse es que el error del inversor deriva precisamente de la omisión de información relativa a la evolución del Euribor. Pues bien, como ha indicado la STS 7 julio 2014 (núm. recurso 1520/2012) en relación con el error: «Lo relevante, por tanto, no es si la información debía incluir o no unos gráficos de posibles evoluciones de EURIBOR (...)». Doctrina que reitera la STS 26 febrero 2015: «lo relevante no es si la información debía incluir o no la posible evolución de los tipos de interés» (123), y nuevamente en el ATS de 18 marzo 2015 (La Ley 30882/2015) (núm. recurso 2075/2012) (124): «lo relevante es el desequilibrio informativo de los contratantes que da lugar al error sobre el verdadero riesgo que conlleva la contratación del swap, en definitiva si el cliente tenía un conocimiento suficiente de este producto complejo y de los concretos riesgos asociados al mismo y no tanto si la información debía o no incluir la posible evolución del índice de referencia asociado al contrato». PERALES VISCASILLAS, Pilar. Contratos...ob. cit., pág. 37.

⁹²⁷ Vid. SAP de Barcelona, 660/2010, de 16 de diciembre, SAP de Valladolid, secc. 3ª, 199/2011, de 7 de junio, Sentencia del Juzgado de Primera Instancia e Instrucción núm. 1 de Siero, de 10 de febrero de 2012, entre otras.

Dicho criterio ha sido posteriormente aceptado con gran acierto a mi juicio por el Supremo en sentencias posteriores a la citada de 15 de septiembre de 2015⁹²⁸ testificándose la imperativa necesidad de informar al cliente del reflejo que la previsión sobre la evolución de los tipos de interés tiene en el momento de la contratación del swap, al ser determinante del riesgo que asume el cliente⁹²⁹. Con ello no se trata de afirmar que la entidad pueda adivinar la evolución futura de los tipos de interés, sino de debe ofrecer al cliente una información completa, suficiente y comprensible de las posibles consecuencias de la fluctuación al alza o a la baja de los tipos de interés (STS 550/2015, de 13 de octubre). Como sostiene la STS 535/2015, de 15 de octubre incumbe a la entidad instruir al cliente que *“los beneficios de una parte en el contrato de swap constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte, por lo que la empresa de servicios de inversión se encuentra en conflicto de intereses con su cliente, pues los intereses de la empresa y el cliente son contrapuestos. Para el banco, el contrato de swap de tipos de interés solo será beneficioso si su pronóstico acerca de la evolución del tipo de interés utilizado como referencia es acertado y el cliente sufre con ello una pérdida⁹³⁰.”* O lo que es igual: el cliente gana lo que pierde el banco y viceversa. Por todo ello debe la entidad *“informar en términos claros, a la vista de la complejidad del producto, de la existencia de dicho desequilibrio y de sus consecuencias, puesto que constituyen un factor fundamental para que el cliente pueda comprender y calibrar los riesgos del negocio. El banco debe informar al cliente, de*

⁹²⁸ SSTs 550/2015, de 13 de octubre y 535/2015, de 15 de octubre. Señala la primera que *“la información relevante en cuanto al riesgo de la operación es la relativa a la previsión razonada y razonable del comportamiento futuro del tipo variable referencial, pues solo así el cliente puede valorar con conocimiento de causa si la oferta de la entidad bancaria, en las condiciones de tipo de interés, periodo y cálculo propuestos, satisface o no su utilidad o conveniencia negocial.”*

⁹²⁹ STS 668/2015, de 4 de diciembre *“El banco no está obligado a informar al cliente de su previsión sobre la evolución de los tipos de interés, pero sí sobre el reflejo que tal previsión tiene en el momento de contratación del swap, pues es determinante del riesgo que asume el cliente.”*

⁹³⁰ En idéntico sentido STS 668/2015, de 4 de diciembre. Siendo así *“Los derivados son contratos de suma cero, lo que significa que a vencimiento el beneficio de una de las partes se corresponde exactamente con la pérdida de su contraparte. Si alguien gana otro pierde por el mismo importe.”* MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. El Mercado...ob. cit. Vid. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit.

forma clara y sin trivializar, que su riesgo ilimitado no sólo es teórico, sino que, dependiendo del desarrollo de los índices de referencia utilizados, puede ser real y, en su caso, ruinoso, a la vista del importe del nocional y de la envergadura de la sociedad que contrató el swap.”

Corresponde por ello advertir, que la omisión de estas previsiones puede confundir a los contratantes sobre la verdadera naturaleza del swap, en especial si consideramos que frente a las entidades financieras el cliente carece de los conocimientos necesarios para discernir los distintos escenarios en que la evolución de los tipos de interés pueda discurrir⁹³¹. De hecho, como al efecto ha sostenido acertadamente el Supremo, la previsión de tipos se incardinaría en la obligación de información en torno a los **riesgos del contrato** que pesa sobre las entidades⁹³². Sólo la adición de previsiones en torno a los tipos puede ayudar al cliente a tomar una decisión con conocimiento de causa, siendo desde mi punto de vista una información esencial cuya ausencia puede acarrear la anulabilidad del contrato por error⁹³³.

⁹³¹ “(...) como advierte el Banco de España en la Memoria del Servicio de Reclamaciones de 2007, que “el banco brinde información, entre otros, sobre la especificación de que en ciertos escenarios de tipos las liquidaciones son negativas, el aviso particular de que la pérdida del cliente crece en escenarios bajistas con el diferencial entre los tipos esperados a cobrar y pagar, [y] sobre el previsible cargo que se efectuará en cuenta en caso de una cancelación anticipada”. A su vez, el Senado italiano tras una investigación sobre la incorrecta comercialización de derivados entre Entes Territoriales, ha concluido que las entidades deben incluir en el documento informativo previo “il valore previsto dei flussi di cassa dell’operazione in derivati nel periodo considerato” (Relatori Bonfrisco, D’Ubaldo, Lannutti e Mura, aprobado en la sesión del 11 de marzo de 2010)”. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...ob. cit.*, págs. 653-684.

⁹³² Como destaca la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, Sección 5ª, de 27 de enero de 2010 “ostentando el Banco su propio interés en el contrato, la elección de los tipos de interés aplicables a uno y otro contratante, los períodos de cálculo, las escalas del tipo para cada periodo configurando el rango aplicable, el referencial variable y el tipo fijo, no puede ser caprichosa, sino que obedece a un previo estudio de mercado y de las previsiones de fluctuación del interés variable (Euribor), y estas previsiones, ese conocimiento previo del mercado que sirve a una prognosis más o menos fiable de futuro, configura el riesgo propio de la operación, y está en directa conexión con la nota de aleatoriedad de este tipo de contratos, y dicha información debe ponerse a disposición del cliente antes de contratar”.

⁹³³ Entre las sentencias de la AP que sostienen la necesidad de proporcionar información sobre las previsiones destacan la SAP de Asturias de 23 de julio de 2010, SAP de Barcelona núm. 666/2010, de 16 de diciembre, SAP de Valladolid, secc. 3ª, núm. 199/2011, de 7 de julio, SAP de Madrid, secc. 21ª, núm. 145/2014, de 31 de marzo, y SAP de Madrid, secc. 11ª, 342/2014, de 15 de octubre.

Recapitulando, queremos resaltar que el banco debe informar al cliente en primer lugar de que se encuentra en conflicto de interés con el mismo, debiendo advertirle de la relevancia de las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés en el momento de la contratación del swap, y comunicar el desequilibrio del swap en caso de haberlo. En efecto (STS 668/2015, de 4 de diciembre), *“debe informar si hay desequilibrio en la posición económica de las partes en el contrato, por establecerse limitaciones para las cantidades a abonar por el banco si el tipo de interés de referencia sube y tales limitaciones no existen para las cantidades a abonar por el cliente si el tipo baja. La empresa de inversión debe informar en términos claros, a la vista de la complejidad del producto, si existe dicho desequilibrio y sus consecuencias, puesto que constituyen un factor fundamental para que el cliente pueda comprender y calibrar los riesgos del negocio.”* Y por último *“El banco debe informar al cliente, de forma clara y sin trivializar, que su riesgo ilimitado no sólo es teórico, sino que, dependiendo del desarrollo de los índices de referencia utilizados, puede ser real y, en su caso, ruinoso, a la vista del importe del nocional y de la envergadura de la sociedad que contrató el swap. Y también debe informar con claridad de lo relativo a la posibilidad de cancelación anticipada del swap y, en tal caso, qué coste puede tener para el cliente.”*

Conviene evocar que en la contratación de derivados OTC los bancos carecen de interés en que la evolución del contrato sea o no favorable a su cliente⁹³⁴, pues las pérdidas que este sufra a lo largo de la vida del mismo, o a consecuencia de su

⁹³⁴ Ilustrativa al efecto es la SAP Murcia 355/2011, de 14 de diciembre que señala *«embaucada por una deficiente información a la contratación de un producto que se presentaba como ventajoso para ella y que, sin embargo, resultó ser especialmente ventajoso para la entidad bancaria; a la contratación de un producto con el que no se pretendía tanto proteger a la mercantil actora de la subida de los tipos de interés como protegerse la entidad bancaria de la posible y probable bajada de los tipos de interés, que sin duda, ella barajaba»*. En el mismo sentido la SAP Badajoz, Secc. 2.ª, de 24 de mayo de 2012 indica que *“De ahí, entonces, que sí puede perfectamente anularse el contrato de SWAP por falta de información, como de hecho así ha de ocurrir en la supuesto enjuiciado, pues, como bien dice el apelado, no se le informó, cuando firmó el contrato de SWAP, que el producto más que proteger al cliente frente a las subidas del tipo referencial, en realidad protege al Banco frente a las bajadas del mismo tipo referencial; y no podía ofrecerse una correcta y completa información al cliente, si el comercial que ofrece el producto desconocía los términos del préstamo hipotecario al que se vincula del SWAP.»*

resolución anticipada, serán paliadas a través de operaciones espejo, o macro coberturas o de gestión de carteras⁹³⁵.

Esto pone a mi juicio de manifiesto que la causa se podría reputar falsa, para quien tuviera como motivo o causa principal (motivos incorporados a la causa, causa concreta) algo que no existe⁹³⁶, tratándose por ende de una causa viciada por error a la que resulta aplicable el art. 1301 del C.c.⁹³⁷.

En este sentido conviene advertir que ⁹³⁸ *“afirmar tras la crisis, que a los bancos les es imposible predecir la evolución de los tipos de interés⁹³⁹” es ir contra sus propios actos, pues si es esto cierto, habría que preguntarse por las razones para ofrecerlos como una cobertura ante la previsible subida de los tipos de interés.*”

⁹³⁵ Véase al respecto MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...*ob. cit., pág. 41; ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. *La caracterización...*ob. cit.; LORRIO GIL, Andrés. «Introducción a la gestión del riesgo financiero y valoración de derivados». CARMEN ALONSO LEDESMA y ALBERTO ALONSO UREBA (Dir.), *Estudios...*ob.cit., págs. 71-76. Conviene destacar que *“uno de los argumentos más utilizados en las demandas de nulidad de swaps, participaciones preferentes, cláusulas floor y cláusulas túnel, es la posición privilegiada de los bancos, alegando que al prever la bajada de sus ingresos por las actividades que venían realizando decidieron compensar las pérdidas con nuevos productos financieros que han servido para cubrir ese riesgo esperado”*. PLANA PALUZIE, Álex. *Análisis...*ob. cit. Vid BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. *La permuta...*ob. cit.

⁹³⁶ DELGADO ECHEVARRÍA, Jesús; PARRA LUCÁN, María Ángeles. *Las nulidades de los contratos: en la teoría y en la práctica*. Madrid: Dykinson, 2005, págs. 134 y ss.

⁹³⁷ Citan los autores a CASTRO aduciendo que *“no se trataría de causa inexistente, o de causa mentida, sino de causa viciada por error (CASTRO, F. 1967, P. 242-243 y 500). Destacan igualmente que “lo que ocurre entonces es que será muy difícil distinguir estos supuestos de los de error vicio del consentimiento, si bien la dificultad no acarrea problemas prácticos, ya que el tratamiento legal es idéntico”*. DELGADO ECHEVARRÍA, Jesús; PARRA LUCÁN, María Ángeles. *Las nulidades de los contratos: en la teoría y en la práctica*. Madrid: Dykinson, 2005, págs. 134.

⁹³⁸ Op. citado.

⁹³⁹ Opinión defendida por DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., pág. 224. En contra GÁLVEZ PASCUAL, Josep. *La protección...*ob. cit., para el que *“el probable conocimiento de las entidades financieras de las previsiones bajistas de la evolución de los tipos de intereses se contempla en algunas resoluciones como la sentencia de Juzgado de Primera Instancia nº 36 de Barcelona Nº 79/2012 de 30 de marzo”*.

G) Información en torno al coste de cancelación

Pero se plantea otra cuestión conectada con la anterior: ¿se puede tildar el coste de cancelación como riesgo del contrato que deba por tanto ser objeto de puntual información?

Sobre este particular si consideramos la definición de riesgo que sustenta la CNMV⁹⁴⁰ no podemos atribuir al coste de cancelación tal calificación, pues la existencia de pérdida depende únicamente de la voluntad de quien decide cancelar⁹⁴¹.

Jurisprudencialmente (SSTS 535/2015, de 15 de octubre, 491/2015, de 15 de septiembre, 668/2015, de 4 de diciembre, 31/2016, de 4 de febrero de 2016, 25/2016, de 4 de febrero, 27/2016, de 4 de febrero y 26/2016, de 4 de febrero) se ha proclamado otro criterio, afirmándose que las cantidades que deberá pagar el cliente en concepto de indemnización por la cancelación anticipada permiten en efecto calibrar el riesgo que supone para el cliente el cliente puesto que *están relacionadas con el pronóstico sobre la evolución de los tipos de interés hecho por la empresa de inversión para fijar los términos del contrato de modo que pueda reportarle un beneficio*. Dicho lo cual es imperativo que las entidades informen del “*valor de mercado inicial del swap, o, al menos, qué cantidad debería pagarle el cliente en concepto de indemnización por la cancelación anticipada si se produjera en el momento de la contratación*”.

⁹⁴⁰ La CNMV en su Guía Informativa dirigida a los inversores define el riesgo del modo que sigue: “*el conjunto de factores que pueden determinar que la inversión proporcione una rentabilidad distinta de la esperada, por encima o por debajo. Riesgo significa incertidumbre y, financieramente hablando, se considera que incorpora el mismo riesgo obtener un 20% por encima o por debajo de la rentabilidad prevista. Lógicamente, el riesgo que preocupa al inversor es el segundo, es decir, la probabilidad de que la rentabilidad sea inferior a la inicialmente prevista*”. Disponible en http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Guias/guia_rentafija.pdf Recordemos que los principales riesgos derivados de la contratación de los swaps de interés, son los relativos a la variación de los tipos de interés, riesgo que será de mayor entidad cuando el vencimiento pactado sea mayor.

⁹⁴¹ En contra se pronuncia la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava, núm. 20/2011 (secc. 1ª), de 18 de enero de 2011.

No obstante, conviene matizar que dicha cuestión debe analizarse desde dos posibles escenarios: uno en el cual se hubiera previsto contractualmente una cláusula de cancelación, y otro en el que no existiera dicha previsión.

La cuestión no es baladí, pues en el segundo caso, al no existir un derecho de denuncia reconocido en los contratos de duración determinada, no es menester imponer una obligación de información al Banco⁹⁴², mientras que en el primero debe existir un derecho de información, sobre cuyo alcance debemos dar justa cuenta en este apartado.

La necesidad de abonar un coste a cargo del solicitante por la cancelación anticipada es producto de la obligatoriedad de los contratos, que sustentándose en el deber de atenerse a la palabra dada (*pacta sunt servanda*)⁹⁴³, evita que el contrato

⁹⁴² “A nuestro juicio lo anterior resulta coherente con la doctrina del error vicio desarrollada por el TS que parte de deslindar aquellas situaciones en las que «no existe la obligación de informar, en las que no puede imputarse el error a la conducta omisiva de una de las partes porque no facilitó la información a la contraria, simplemente no contribuye a remediarlo, por lo que no tiene consecuencias jurídicas (siempre que actúe conforme a las exigencias de la buena fe, lo que excluye por ejemplo permitir, a sabiendas, que la contraparte permanezca en el error)», de aquellas otras en las que «como ocurre en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de la naturaleza y los riesgos de los productos y servicios de inversión, para que el potencial cliente pueda adoptar una decisión inversora reflexiva y fundada, en tal caso, la omisión de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente (STS 20 noviembre 2015, nº recurso 147/2012, ponente Rafael Saraza Jimena), determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable, porque es dicha parte la que merece la protección del ordenamiento jurídico frente al incumplimiento por la contraparte de la obligación de informar de forma imparcial, veraz, completa, exacta comprensible y con la necesaria antelación que le impone el ordenamiento jurídico» (ambas en la STS 22 octubre 2015, nº recurso 615/2012, ponente Rafael Saraza Jimena)”. PERALES VISCASILLAS, Pilar. Contratos...ob. cit., págs. 39-40.

⁹⁴³ Por ser medios institucionales de realización de fines e intereses. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos...*pág. 141.

quede al arbitrio de una de las partes ex. 1256 C.c.⁹⁴⁴. El método de cálculo plantea no obstante ciertas cuestiones que merecen ser estudiadas.

En nuestro derecho conviene hacer referencia a la estipulación 14ª del CMOF de la AEB, que alude a los diferentes mecanismos de cálculo de las indemnizaciones por vencimiento anticipado, siendo distinto el método según hubiera una o dos partes afectadas. Si en los casos de cancelación anticipada, resulta perjudicada una de las partes, corresponde calcular el importe aplicando el criterio de valor de mercado⁹⁴⁵.

En el caso de que el banco ocultare que el ejercicio de tal facultad conlleva un coste, no concretare fórmula o modo de cálculo⁹⁴⁶, o no se reflejara de forma explícita y clara, en el supuesto de señalar de forma genérica que dicho coste “*vendrá determinado por las condiciones de mercado en el momento de cancelación*”, pero sin concretar qué condiciones son esas, ni qué mercado considerar, ni qué fecha, etc., creemos preciso sopesar la calificación de abusiva de la cláusula de vencimiento

⁹⁴⁴ “Si la regla general fuera que la cancelación no supone coste alguno, la finalidad de cobertura frente oscilaciones en los tipos de interés —que constituye el objeto del swap— estaría a merced de la voluntad de cada uno de los contratantes”. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., pág. 232.

⁹⁴⁵ “Con carácter general, el precio de cancelación se viene calculando a través del valor actual de las diferencias expresadas entre cobros y pagos previstos para la permuta financiera, evaluados según los datos existentes entonces para las diferentes bases sobre las que se calcularían los referidos cobros y pagos”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...*, ob.cit., p. 158. Siendo así, “Este valor representaría el coste de neutralización de la permuta financiera, que debe ser pagado a la contraparte como indemnización por la resolución anticipada y que sería equivalente al valor actual de los intereses diferenciales que dejaría de percibir la parte perjudicada, o que se ahorraría la parte contraria como consecuencia de la extinción del contrato”. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., pág. 233.

⁹⁴⁶ Así la SAP de Palma de Mallorca, secc. 3ª, núm. 254/2015, de 5 de octubre, contempla un caso en que “la cláusula no alude a parámetro alguno con arreglo al cual hubieran de hacerse los cálculos y ni siquiera contiene una referencia al “valor de mercado” del tipo de referencia, como es habitual en otros casos” siendo por tanto que “la alegación de que la cláusula de cancelación anticipada es clara no deja de ser un desiderátum de la propia apelante”.

anticipado, pues nos hallamos ante una flagrante vulneración de los derechos de los consumidores⁹⁴⁷.

Teniendo en cuenta la legislación en materia de protección de consumidores⁹⁴⁸, debemos recordar que las cláusulas no negociadas individualmente (como al efecto lo son dichas cláusulas), deberán ser redactadas con concreción, claridad, y sencillez, con posible comprensión directa, sin reenvíos a textos o documentos que no se faciliten previa o simultáneamente a la conclusión del contrato, y a los que en todo caso deberá hacerse referencia expresa en el documento contractual. Se exige igualmente el requisito de accesibilidad y legibilidad, y buena fe y justo equilibrio entre los derechos y obligaciones de las partes, lo que excluye la utilización de cláusulas abusivas (art. 80 LGDCU)⁹⁴⁹. Es por ello que en el caso de que la cláusula de vencimiento anticipado no estableciera el "precio de mercado" que se haya de tener en cuenta, ni ofreciera al consumidor la más mínima pista sobre a qué "mercado" se refiere, con el consecuente desequilibrio real y patente entre las partes, en perjuicio del consumidor, faltaría el requisito de concreción que demanda la TRLGDCU en su art. 80. 1 con respecto a los contratos con consumidores⁹⁵⁰.

⁹⁴⁷ Por el contrario, el Banco de España interpreta de manera dispar dicho tipo de cláusulas juzgando inexistencia de mala praxis bancaria el no fijar el coste de cancelación con referencia al valor de mercado, ni proporcionar fórmula de cálculo del mismo. Además, existe cierta línea jurisprudencial inclinada a considerar que dichas cláusulas no son oscuras, dado que sólo resulta posible indicar que la cancelación anticipada puede conllevar un abono o cargo. Tampoco se trataría de cláusulas abusivas, pues únicamente reflejan el funcionamiento normal del producto, a la postre similar al de otros productos bancarios. Véase SSAP de Castellón, Sección 3.ª, de 26 de septiembre de 2011, de Madrid, Sección 18.ª, de 4 de noviembre de 2011; de Zaragoza, Sección 5.ª, de 3 de abril de 2012 y de Ávila, Sección 1.ª, de 31 de enero de 2013.

⁹⁴⁸ Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias.

⁹⁴⁹ Vid. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., págs. 23 y ss.

⁹⁵⁰ SAP de Madrid de 15 de marzo de 2013 y SAP de Madrid, secc. 11ª, 342/2014, de 15 de octubre. Este última señala que *"ya en la citada Sentencia de esta Sala de 15 de marzo de 2.013, examinando un contrato similar emitido por la misma entidad, nos pronunciábamos, diciendo que "la cláusula sobre cancelación anticipada no cumple el requisito de concreción que exige el artículo 80.1.a del Texto Refundido en la redacción de contratos con consumidores."*

Un ejemplo paradigmático de oscuridad en las cláusulas de swap perfectamente aplicable al supuesto que examinamos lo hallamos en la SAP de Álava 143/2009, de 7 de abril donde *«[l]a operación de liquidación no se ha explicado lo suficiente por el banco, [pues] conforme al contrato el cliente fue incapaz de realizar la liquidación, tampoco la pudo realizar el director de la oficina, en el acto de juicio reconoce que no sabe cómo se liquidó, tampoco la Sala ha podido averiguar cómo se hace por más que ha leído una y otra vez el contrato»*. Asimismo, la SAP de Las Palmas de Gran Canaria de 11 de mayo de 2015 señala que *“En relación con la cancelación anticipada del producto no se concreta el método que se utilizaría para determinar el coste de cancelación ni se ilustra con una estimación aproximada de dicho coste. No se incluye ninguna referencia específica al criterio de cálculos de los costes asociados a la operación de cancelación anticipada. No especifica el criterio de cálculo que se utilizará, ni hace referencia a que, velando por el interés de su cliente, algo a lo que está obligada, además de por los suyos propios, esta liquidación sería la mejor posible para el cliente, en el momento que decida cancelar la cobertura. Ejemplo de ello lo representa la S.A.P. de Cuenca de 16 de abril de 2012 al señalar que “Los Tribunales vienen considerando que hacer simplemente mención el banco en el contrato al precio de mercado (como ha ocurrido en el caso que nos ocupa), supone ocultar a los clientes la manera de saber aproximadamente el coste de la cancelación anticipada de sus productos bajo una expresión oscura, indeterminada, pese a tener perfectamente fijado el mecanismo o fórmula para su cálculo, y en tal sentido se pronuncia, por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Burgos de 7 febrero 2012; habiéndose también indicado por los Tribunales que la simple mención en el contrato a las condiciones, situación de mercado (que también se usa en el caso que analizamos), es una expresión inconcreta con la misma consecuencia de ocultación antes indicada, (y en tal sentido se pronuncia, por ejemplo, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Asturias, Sección 1ª, de 14 febrero 2012)”*.

En caso de oscuridad de la cláusula de vencimiento anticipado, ¿qué criterios interpretativos deben prevalecer?

A pesar de las discrepancias doctrinales sobre el orden de prelación de criterios contenidos en nuestro ordenamiento, tanto la doctrina como la jurisprudencia⁹⁵¹ consolidan la primacía del art. 1281 C.c. (*in claris non fit interpretatio*) sobre el resto de preceptos⁹⁵², y en caso de litigio, siendo misión del tribunal (al actuar como intérprete del contrato) la de averiguar la verdadera voluntad de los contratantes, debe partir de la voluntad común que ha sido declarada⁹⁵³.

Pero el caso que nos ocupa parte de una cláusula que presenta oscuridad, siendo por tanto lógico que sólo en el caso de duda o contradicción de la literalidad de la voluntad real de los contratantes, o evidencia de que es contraria al texto literal⁹⁵⁴, deba darse paso a las demás reglas de interpretación.

En dicha coyuntura ¿se puede alegar la aplicación del art. 1288 C.c.⁹⁵⁵? Pues bien, dicho precepto sólo deberá aplicarse cuando haya dudas sobre el alcance de una determinada cláusula, redactada por una de las partes y que admita diferentes

⁹⁵¹ Sentencias del TS de 27 de septiembre de 1996 (RJ 1996, 6644), de 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164), de 16 de noviembre de 2011 (RJ 2001, 9458), de 29 de enero de 2010 (RJ 2010, 164), esta última enuncia: «la labor interpretativa, de averiguación y comprensión del sentido y alcance del contrato, descansa en un conjunto complementario y subordinado de normas (artículos 1281 a 1289 CC), de entre las cuales tiene preferencia la regla contenida en el artículo 1281.1 CC, que obliga a interpretar el contrato según el sentido literal de los términos en que están redactadas, siempre que sean claros y no surjan dudas sobre la verdadera intención de los contratantes». MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., pág. 237.

⁹⁵² A cuyo tenor «si los términos de un contrato son claros y no dejan duda sobre la intención de los contratantes se estará al sentido literal de sus cláusulas». Vid. STS 665/2012, de 15 de noviembre de 2012.

⁹⁵³ STS de 23 de junio de 1994.

⁹⁵⁴ STS de 29 de enero de 2010.

⁹⁵⁵ A cuyo tenor «la interpretación de las cláusulas oscuras de un contrato no deberá favorecer a la parte que hubiere ocasionado la oscuridad».

interpretaciones⁹⁵⁶, no deviniendo operativa si la oscuridad de la cláusula pudiera aclararse a través de otras cláusulas del mismo contrato (art. 1285 C.c.). No obstante, debemos aclarar que el art. 1285 no resulta aplicable en los casos en que las disposiciones contractuales no fueron negociadas, sino impuestas por una parte a la otra, como así sucede en los contratos de adhesión. Tampoco puede dicho precepto⁹⁵⁷ *“corregir la interpretación del Tribunal de apelación, ya que, al fin, se trata de averiguar la voluntad contractual por medio de unas reglas elaboradas sólo por una de las partes”*. En tales casos resulta aplicable el criterio del art. 1288, cuyo objetivo se centra en evitar abusos producidos por la confusa redacción de las cláusulas de un contrato⁹⁵⁸, y en consonancia con la regla del art. 6.2 de la LCGC que señala en su tenor que *«las dudas en la interpretación de las condiciones generales oscuras se resolverán a favor del adherente»*⁹⁵⁹.

Queda por tanto por responder a la pregunta de si debe incluirse una fórmula de determinación del coste, o si basta con la referencia difusa a *“las condiciones del mercado”* para entender cumplido con el requisito de “concreción, claridad y sencillez”.

A tenor del art. 24.1.c) de la Orden EHA/2899/2011, de 28 de octubre, de transparencia y protección del cliente de servicios bancarios el contrato deberá recoger *“la metodología de cálculo del coste asociado a una cancelación anticipada, con referencia a distintos escenarios de tipos de interés que respondan a la evolución histórica del tipo de referencia.”*

⁹⁵⁶ Véase RAGEL SÁNCHEZ, Luis Felipe. «Principios y criterios legales de la interpretación del contrato». En *Aranzadi civil: revista quincenal*, n.º 3, 2009, págs. 2805-2826.

⁹⁵⁷ STS 665/2012, de 15 de noviembre de 2012.

⁹⁵⁸ Entre otras SSTs de 23 de marzo de 2011 y de 22 de julio de 2008.

⁹⁵⁹ De todo ello podemos colegir que la operatividad del art. 1288 Cc., parte de la base de la aplicación anterior de los criterios hermenéuticos consagrados en los arts. 1281-1287, no obstante lo cual, la regla *contra proferentem* puede aplicarse cuando la cláusula es oscura. Vid. STS 665/2012, de 15 de noviembre de 2012 (FD 5º). Vid. MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. *Compendio y análisis...* ob. cit., págs. 160 y 161.

De igual modo el Supremo (STS 31/2016, de 4 de febrero), se ha manifestado contrario al carácter suficiente del enunciado que postula la cancelación «a precio de mercado», pues *“más que de una información, se trata de una fórmula que encierra una absoluta falta de información: quién realiza el cálculo, de qué mercado se trata, qué parámetros se tomarán en consideración, la expresión de algunos ejemplos, como cuál sería el coste de cancelación en la fecha de concertación del contrato, etc.”*. Es dable proporcionar “una información precisa y clara sobre el coste de cancelación anticipada del swap”.

Por tanto que el contrato no concrete la metodología para realizar dicho cálculo⁹⁶⁰ supone una vulneración de la citada Orden, y conlleva dejar el cumplimiento del contrato a la voluntad de una de las partes contratantes (el banco) ex art. 1256 C.c. Como constata la Sentencia de la Audiencia Provincial de Baleares de 10 de octubre de 2012, la determinación del saldo queda a merced de una sola de las partes siendo la cláusula por tanto *«poco clarificadora y provocadora de ambigüedad y error en los clientes a los que, de hecho, priva de la posibilidad de cancelación anticipada no pactada»*.

Esta conclusión nos compele a discernir si el desconocimiento de los costes excesivos de la cláusula de cancelación del swap puede incardinarse en el ámbito de lo esencial o accidental del contrato.

A priori podemos señalar que sólo el desconocimiento de aspectos esenciales del swap causan los efectos de anulabilidad citados, y la cancelación anticipada no es un elemento que pueda calificarse de esencial al ser un componente que no afecta a la esencia del swap⁹⁶¹. Es más, podríamos formular que se trata de una facultad

⁹⁶⁰ Esto es usando *«una cláusula abierta, en la que en modo alguno se establece un procedimiento de liquidación contractual, (...) como en otros contratos de los que ha conocido este tribunal...»*. Sentencia de la Audiencia Provincial de Baleares de 10 de octubre de 2012.

⁹⁶¹ En este sentido véase SSAP de Navarra, Sección 3.ª, de 31 de mayo de 2011, y de Vizcaya, Sección 5.ª, de 29 de octubre de 2012. STS de 17 de febrero de 2014. Vid. BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. La permuta...ob. cit.

potestativa que emana de la voluntad del cliente que decide desligarse del contrato, constituyendo una excepción al principio de *pacta sunt servanda*. En otro orden de cosas, se puede alegar que la eliminación de la cláusula, no afectaría a la esencia del contrato⁹⁶².

Pero ¿y si la inclusión de dicha cláusula fuera razón determinante de la voluntad contractual? Esto es, ¿qué pasaría si el consumidor, accedió a la contratación del producto, en atención a la existencia de una cláusula que le amparaba en su decisión de desligarse en el futuro⁹⁶³, y cuya excesiva onerosidad podría haber conducido a la falta de suscripción del SWAP⁹⁶⁴?

Conjuntamente se puede aducir que es imposible dar a conocer al cliente el coste de cancelación en el momento de suscripción del contrato, no siendo además ni posible ni realista, pues *“los ejemplos que pueden darse al cliente son infinitos y tal*

⁹⁶² Señalan DÍAZ RUIZ e IGLESIAS RODRÍGUEZ que *“A nuestro juicio, todo lo relativo a la cancelación anticipada del Swap no puede reputarse como esencial desde el punto de vista objetivo como «sustancia de la cosa que fuere objeto del contrato». La cancelación anticipada es accesorio y el Swap continúa existiendo, pese a que la cancelación anticipada desaparezca”*. DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., p. 21. En idéntico sentido se expresa v.gr. la SAP de Huelva de 11 de junio de 2012 (JUR 2012\350308) que considera que *“la cláusula relativa a la cancelación anticipada no es motivo para considerar existente un vicio del consentimiento”* ya que *“su omisión únicamente determina que se pierda la facultad que se concede al cliente de desistir unilateralmente del contrato”*. En contra ZUNZUNEGUI señala que *“En la negociación por cuenta propia de swaps entendemos que de forma natural debe permitirse la cancelación anticipada del producto. Se trata de un servicio de cobertura ofrecido al cliente y lo natural será que se ofrezca al cliente la posibilidad de cancelar anticipadamente el contrato, haciendo frente al precio pactado para la cancelación anticipada.”* Para este autor, se trata de un elemento esencial del derivado, cuyo coste puede calcular. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...*ob. cit., págs. 653-684.

⁹⁶³ Este aspecto deberá ser objeto de cumplida prueba por parte de quien lo alega, dada la carga subjetiva implícita en tal afirmación. Se debe evocar a tales efectos el art. 1266, que alude no sólo a la sustancia de la cosa objeto del contrato, sino también a las condiciones que principalmente hubieran motivado la contratación, y que por tanto dan peso a dicha teoría.

⁹⁶⁴ Véase Sentencia de la AP de Asturias de 22 de octubre de 2012, de la AP de Valladolid de 25 de octubre de 2011, y de la AP de Barcelona de 13 de diciembre de 2011.

exigencia informativa dificultaría la propia contratación bancaria⁹⁶⁵.” Pero en contra se puede argumentar que *“los escenarios son conjuntos de circunstancias seleccionados para ilustrar el riesgo, y prevenir la contratación inadecuada en interés del cliente y del buen funcionamiento del mercado financiero, y a la postre de las propias entidades bancarias.”* Es más podemos apostillar que *“cuando se trata de calcular lo que debe pagar el cliente cuando solicita la cancelación anticipada, las previsiones de pagos futuros no sólo existen sino que se convierten para el banco en dato cierto que permite el cálculo del coste de cancelación⁹⁶⁶.”* Por consiguiente (STS 27/2016, de 4 de febrero) y directamente relacionado con lo anterior, *“la entidad financiera debe informar al cliente de cuál es el valor de mercado inicial del swap, o al menos, qué cantidad debería pagarle el cliente en concepto de indemnización por la cancelación anticipada si se produjera en el momento de la contratación puesto que tales cantidades están relacionadas con el pronóstico sobre la evolución de la inflación hecho por la empresa de inversión para fijar los términos del contrato de modo que pueda reportarle un beneficio, y permite calibrar el riesgo que supone para el cliente”.*

Es por ello que creemos que la desvinculación del cliente del contrato de SWAP a través de la cláusula de cancelación conlleva unos costes cuyo monto excesivo actúa de facto como factor disuasorio, siendo por ello elemento esencial, del cual se ha de dar información suficiente. Además podríamos incardinar la información del coste de cancelación dentro del ámbito de la información sobre costes y gastos asociados a

⁹⁶⁵ DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., p. 19.

⁹⁶⁶ *“Como hemos visto al contratar el valor del derivado debe ser cero, de este modo cada parte tiene en el momento de la perfección del contrato la misma probabilidad de ganar o de perder. Y ese cálculo se realiza con las previsiones disponibles sobre la evolución de los tipos.”* Además, señala que es preciso (como advierte el Banco de España en la Memoria del Servicio de Reclamaciones de 2007) que *“el banco brinde información, entre otros, sobre la especificación de que en ciertos escenarios de tipos las liquidaciones son negativas, el aviso particular de que la pérdida del cliente crece en escenarios bajistas con el diferencial entre los tipos esperados a cobrar y pagar, [y] sobre el previsible cargo que se efectuará en cuenta en caso de una cancelación anticipada”.* ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...ob. cit.*, págs. 653-684.

tenor del art. 66 c) del RD 217/2008⁹⁶⁷, y determinar la necesidad de ofrecer ilustración suficiente sobre el mismo.

De este modo, la situación de desequilibrio de las dos partes contratantes en los contratos instituidos entre instituciones financieras y clientes, que inclina su balanza de forma no equitativa a favor de las primeras, me compele igualmente a sustentar el carácter de esencial de dicha cláusula.

De todo ello se desprende, que es un elemento que puede conllevar la nulidad del swap por vicio del consentimiento como se ha venido reconociendo prolijamente a nivel jurisprudencial.

En dicho sentido la SAP de Salamanca, secc. 1ª, 200/2013, de 17 de mayo de 2013 afirma que en base a su condición de contrato de tracto sucesivo, con el consiguiente riesgo de pérdida o ganancia, *“resulta esencial para el inversor la posibilidad de desistir o desligarse de la operación en función de la evolución del mercado, cuyas circunstancias pueden variar alterando sustancialmente su posición, lo que convierte en decisivas y trascendentales las condiciones a que se sujeta aquel desistimiento.”* Siendo así, como dice la SAP de Ávila de 4 de mayo de 2012, la absoluta desinformación acerca del sistema de desenvolvimiento de la cancelación anticipada que impida a los clientes comprender el previsible cargo en caso de hacer

⁹⁶⁷ Señala el tenor del art. 66 que: “A los clientes minoristas, incluidos los potenciales, deberá proporcionárseles la siguiente información: a) El precio total que el cliente ha de pagar por el instrumento financiero, el servicio de inversión o el servicio auxiliar, incluyendo todos los honorarios, comisiones, costes y gastos asociados, y todos los impuestos a liquidar a través de la empresa de servicios de inversión. Cuando no pueda indicarse un precio exacto se deberá comunicar la base de cálculo del precio total para que el cliente pueda verificarlo. En cualquier caso, las comisiones cobradas por la empresa se consignarán por separado en cada caso. b) Cuando una parte del precio total deba pagarse en una divisa distinta del euro, deberá indicarse la divisa en cuestión y el contravalor y costes aplicables. c) Una advertencia de la posibilidad de que surjan otros costes para el cliente, incluido el pago de impuestos, como consecuencia de transacciones vinculadas al instrumento financiero o al servicio en cuestión y que no se paguen a través de la empresa de servicios de inversión ni sean estipulados por ella. d) Las modalidades de pago así como cualquier otra cuestión que directa o indirectamente repercuta sobre el precio a pagar por el instrumento financiero o el servicio en cuestión”.

uso de dicha facultad *no es una cuestión irrelevante por completo; al contrario es "de relevante transcendencia en orden a la formación de la voluntad negocial y a la decisión de prestar consentimiento a la contratación de los productos financieros de litis"*⁹⁶⁸. Siguiendo dicha línea, la SAP de Asturias núm. 513/2012 de 12 de noviembre, señala que la información en torno a la cancelación anticipada del swap, debe ser proporcionada con carácter previo, para de que de este modo sea posible evaluar el riesgo que origina la firma del mismo. Igualmente la SAP de Zamora, secc. 1ª, núm. 13/2013, de 25 de enero, después de manifestar debe el cliente saber con claridad cuando pretenda la cancelación anticipada del contrato de permuta que es posible que bajo escenarios de evolución de los tipos de interés bajistas, se pueden generar pérdidas que pueden llegar a ser importantes, y tanto mayores cuanto mayor sea el diferencial medio esperado entre los tipos a pagar y a cobrar para el periodo residual de vigencia de la permuta financiera manifiesta que *"debe conocer la manera en que se va a calcular el coste asociado a esa cancelación anticipada de la permuta, por ser información trascendente para que el cliente tome una decisión suficientemente conocedora de todos los extremos relevantes en ese concreto producto financiero ofertado"*. Por último la TSJ de Madrid en Sentencia de 28 de enero de 2015 constata que es obligación de la entidad financiera proporcionar información bastante sobre los costes de cancelación anticipada de la permuta, sin que baste *«la aportación de las condiciones generales»* previstas al efecto en el contrato⁹⁶⁹. Y finalmente trayendo a colación el criterio del TS, pasa de afirmar (STS 41/2014, de 17 de febrero de 2014) que la información sobre el coste de cancelación es accesorio no sirviendo de fundamento para anular el contrato por error esencial, a sostener (STS 491/2015, 15 de septiembre de 2015), que la falta de información sobre el coste de cancelación tiene carácter esencial, pudiendo conllevar un error vicio determinante de la nulidad del contrato de SWAP. En este sentido sustenta con un discernimiento más neutral que su

⁹⁶⁸ Igualmente vid. SJPI de Soria n.º 2 29/2012, de 31 de julio de 2012 confirmada por la SAP de 8 de noviembre de 2012.

⁹⁶⁹ Véase CONTHE GUTIÉRREZ, Manuel. Swaps...ob. cit.

predecesora, que el defecto de información sobre el cálculo del coste de cancelación del Swap no determina por sí la existencia de error vicio en su contratación, sino que dependerá de que las circunstancias concurrentes pongan en evidencia el carácter esencial del defecto de representación sobre el coste de cancelación, en atención sobre todo a la cuantía del coste y su razonable imprevisibilidad para el cliente⁹⁷⁰. Dicho lo cual concluye que dichas cláusulas se pueden reputar elemento esencial cuando de las circunstancias del caso se pueda así inferir⁹⁷¹. Es más, en posteriores sentencias el Supremo, da un paso más (vid. SSTs 595/2015, de 30 de octubre de 2015, 633/2015, de 13 de noviembre de 2015, 533/2015, de 3 de diciembre, y 692/2015, de 10 de diciembre de 2015), al sostenerse que si bien en otro tipo de contratos pudiera parecer que la cláusula referida a la cancelación anticipada del contrato no tiene un carácter esencial *«en un contrato como el swap, en el que la propia dinámica del producto abre en cada liquidación periódica "una ventana de liquidación", adquiere una sustancialidad determinante en el conjunto del contrato»*⁹⁷². Con todo, se consolida la categorización

⁹⁷⁰ «Cuando un contrato de las características del Swap, que se concierta por un tiempo determinado y tiene ese componente aleatorio, prevé la posible resolución anticipada a instancia de una de las partes, es lógico que para el cliente el coste de la eventual cancelación pueda formar parte de las condiciones o circunstancias que inciden sustancialmente en la causa del negocio. La información que el cliente necesita conocer para representarse de forma adecuada las características del producto (el Swap de intereses que concertaba en cada caso) y sus concretos riesgos, no tiene por qué quedar limitada a la eventual onerosidad de las liquidaciones negativas, sino que también podría alcanzar al coste que le podría suponer al cliente, por ejemplo en un periodo de bajada de intereses, la cancelación del Swap, cuando dicho coste sea muy elevado e imprevisible para el cliente». En este sentido vid. STS de 30 de octubre y de 25 de noviembre, ambas de 2015.

⁹⁷¹ ZUNZUNEGUI advierte que *“el coste cancelación es algo más que un riesgo del contrato del que debe ser informado el cliente antes de contratar, es un elemento esencial del mismo. El derivado es un contrato autónomo de alto riesgo cuyo valor depende de un subyacente. Requiere un seguimiento continuo de la posición. Y en caso de evolución desfavorable, el banco prestador del servicio de cobertura está obligado a avisar al cliente, para que cancele el producto, pagando el coste de cancelación, calculado según la fórmula que debe ser recogida en el contrato, y de este modo, evitar que se agraven las pérdidas hasta ser inasumibles. En la estructura del swap como instrumento de cobertura es esencial la facultad de cancelar pagando su coste.”* ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...* ob. cit., págs. 653-684.

⁹⁷² Así la STS de 10 de diciembre de 2015 indica que *“Hemos declarado también en anteriores sentencias que el banco debe suministrar al cliente una información clara y correcta sobre la forma de calcular el coste de cancelación anticipada de los productos. Esta información tiene carácter esencial por*

de la información en torno a los costes de cancelación anticipada como esencial, al recaer sobre los concretos riesgos del contrato. Asimismo la STS 27/2016, de 4 de febrero, señala que *“No es aceptable la afirmación de la Audiencia de que, el error sobre el coste de cancelación constituiría un error no invalidante, por no ser sustancial. Que la cláusula sobre vencimiento anticipado pueda ser eliminada y el contrato pueda subsistir no obsta al carácter esencial de esta información por cuanto que la cancelación anticipada no es una eventualidad anormal en el contrato de swap, no solo por estar expresamente prevista en una cláusula, sino porque debe considerarse lógica la intención de cancelarlo anticipadamente cuando el cliente comience a recibir liquidaciones negativas de una entidad tan considerable como las giradas en el caso objeto del recurso”*.

En cuanto a la concreción del coste de cancelación, se afirma categóricamente que⁹⁷³ *“El banco no puede informar del coste exacto de cancelación en cada momento de la duración del contrato, pero sí ha de dar una referencia genérica y aproximada, que pueda permitir al cliente hacerse una idea de cuánto podría costarle la cancelación y el riesgo que con ello asume”. (...). No podemos negar que el conocimiento de este eventual coste de cancelación fuera relevante a la hora de concertar el Swap. Formaba parte de los riesgos de la contratación del producto, máxime cuando las dos primeras cancelaciones no habían generado ningún coste, y el coste de la tercera cancelación (56.116,41 euros) era una suma proporcionada con las liquidaciones que había arrojado para una y otra parte ese tercer Swap (134.200 euros a favor del banco y 145.446 euros a favor del cliente). Es comprensible que al cliente le sorprendiera el importe de esta penalización, que difícilmente podía haberse representado de antemano, cuando firmó el contrato, y que al hacer muy gravoso el desistimiento podría haber tenido una incidencia relevante a la hora de prestar consentimiento al contrato”*.

cuanto que la cancelación anticipada no es una eventualidad anormal en el contrato de swap y de hecho se prevé expresamente la liquidación de la cantidad a pagar en tal caso.”

⁹⁷³ STS de 15 de septiembre de 2015.

Ulteriores Sentencias del Supremo han sido más explícitas al señalar la obligación de indicar el coste de cancelación, no en el sentido de determinar aritmética y exactamente en el contrato cuál va a ser dicho coste, pues éste dependerá de variables que en su fecha de suscripción no podrán tenerse presentes, «pero sí de informar realmente de la existencia de dicho coste y de ofrecer una información gráfica e inteligible de las magnitudes posibles de su importe» (SSTS de 30 de octubre de 2015, y 25 de noviembre de 2015).

Finalmente en caso de nulidad de la citada cláusula y en función de los aforismos *favor contractus* y *utile per inutile non vitiatur*, y el art. 10 de la LCGC, se debe proceder a la anulación de la citada cláusula manteniendo el resto del contrato en la medida en que pueda subsistir sin la citada cláusula⁹⁷⁴.

H) Información en torno a las alternativas

De conformidad con el Banco de España⁹⁷⁵, existen dos tipos de instrumentos de cobertura: de un lado, las coberturas implícitas, las cuales se incluyen en el clausulado de los contratos de préstamo, consistiendo básicamente en cláusulas limitativas de la variación de los tipos de interés (como las cláusulas “suelo” y “techo”); y de otro, las coberturas explícitas consistentes en la contratación de un producto independiente con la finalidad de cobertura citada (como son los interest rate swaps)⁹⁷⁶.

⁹⁷⁴ Véase SSAP de Navarra, Sección 3.ª, de 31 de mayo de 2011, y de Alicante, Sección 8.ª, de 21 de diciembre de 2012.

⁹⁷⁵ BANCO DE ESPAÑA. Memoria del Servicio de Reclamaciones, 2009, ed. electrónica, pág. 161. Disponible en: http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/09/Fich/Informes_relevantes.pdf.

⁹⁷⁶ Vid. NASARRE AZNAR, Sergio. Malas prácticas...ob. cit., págs. 2673-2674.

En este contexto exhorta el Banco de España a las entidades bancarias que ofrezcan una cobertura frente a la evolución de los tipos de interés, la necesidad de brindar al cliente otras alternativas a la cobertura pretendida. En este ámbito, encontramos los cap, los floors y los collar⁹⁷⁷.

Según el Banco de España⁹⁷⁸ “los cap o techos son opciones de tipo de interés en las que el cliente compra el derecho a que el banco no le aplique un tipo superior al tipo cap. Tienen un precio, que es la prima que hay que pagar al banco, cuyo importe será mayor cuanto más bajo sea el techo fijado. Este producto permite al cliente fijar un coste máximo de su financiación y a la vez beneficiarse de las bajadas de tipos de interés.”

Por su parte los *floor* o suelos son opciones diseñadas para cubrir posibles bajadas en el tipo de interés. El comprador adquiere el derecho a que el vendedor le abone la diferencia positiva entre el tipo de interés fijado en la opción y el tipo de interés de referencia vigente en determinada fecha futura, mediante el pago de una prima y para un importe nominal o nocional⁹⁷⁹.

Por último los collars se definen por el Banco de España⁹⁸⁰ como una *“combinación de una opción cap (techo) y una opción floor (suelo), cuyo efecto es fijar*

⁹⁷⁷ Así define PEYNOT los caps, floors y collars como *“técnicas de gestión del riesgo de tipos de interés condicionales, que tienen en común la protección ante una evolución desfavorable de los tipos de interés, ofreciendo, al mismo tiempo, la posibilidad de obtener un beneficio ante la evolución favorable de éstos a cambio del pago de una prima”*. PEYNOT, Daniel. *Gestion financière internationale des entreprises*. París: Montchrestein, 1987, 3ª ed. p. 234.

⁹⁷⁸ BANCO DE ESPAÑA. Memoria del Servicio de Reclamaciones, 2011, ed. electrónica, p.110. <http://www.bde.es/f/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/MemoriaServicioReclamaciones/11/MSR2011.pdf>

⁹⁷⁹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., p. 52.

⁹⁸⁰ BANCO DE ESPAÑA. Memoria del Servicio de Reclamaciones, 2011, ed. electrónica, p.111. Por su parte indica BAZ BARRIOS que *“se trata de un híbrido de las dos opciones anteriormente expuestas, por el que se logra una cobertura que fija una banda de fluctuación estrecha, de modo que se consigue acotar un determinado tipo de interés de referencia, durante un periodo y para un importe principal teórico, dentro de una banda limitada por la compra de cap, y la venta de un floor.”* BAZ BARRIOS,

el tipo de interés aplicable dentro de una banda determinada. El cliente compra un cap --límite máximo de interés aplicable-- y vende un floor --límite mínimo de interés aplicable--, asegurándose de que el tipo de interés que debe pagar siempre va a ser igual o inferior al tipo cap e igual o superior al tipo floor. En estos casos suele compensarse, en todo o en parte, la prima que debe cobrar la entidad, con la que correspondería pagarle al cliente por la compra del floor. Permiten beneficiarse de cierta bajada de los tipos de interés hasta el límite impuesto por éste último.”

2.4. Carga de la prueba

Corresponde a la entidad financiera demandada la carga de la prueba (*onus probandi*) del correcto asesoramiento e información (art. 217 LEC), especialmente en el caso de productos de inversión complejos *“por ser ella quien tiene la obligación legal de informar y por no poderse imponer al inversionista la carga de probar un hecho negativo -la no información⁹⁸¹-“* pues como indica el TS⁹⁸², compeler a probar un hecho negativo, situaría a la demandante ante una *“probatio diabolica”* incumbiéndole este modo, no a quien niega, sino quien afirma, el peso de la misma⁹⁸³.

Sergio. «La problemática de los swaps o contratos de permuta financiera». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, nº 8, 2013, pp. 420.

⁹⁸¹ SSTs de 3 de marzo de 2014 y de 16 de febrero de 2012.

⁹⁸² SSTs de 30 de octubre de 1992, Fundamento de Derecho 4ª y de 27 de octubre de 2004.

⁹⁸³ Entre otras las SSTs 670/2015, de 9 de diciembre, 671/2015, de 10 de diciembre afirman que la carga de la prueba sobre el cumplimiento de los deberes de información contenidos tanto en la normativa MiFID como en la pre MiFID, corresponde a la empresa que presta los servicios financieros. Igualmente la SAP de Valencia, de 26 de abril de 2006, SAP Badajoz, Sección 2ª, de 17 de mayo de 2011 entre otras indican que *“la carga probatoria acerca de tal extremo debe pesar sobre el profesional financiero, respecto del cual la diligencia exigible no es la genérica de un buen padre de familia, sino la específica del ordenado empresario y representante leal en defensa de los intereses de sus clientes, lo cual por otra parte es lógico por cuanto desde la perspectiva de estos últimos se trataría de un hecho negativo como es la ausencia de dicha información”*. Como indica las STS de 14 de noviembre de 2005 *“la diligencia en el asesoramiento no es la genérica de un buen padre de familia, sino la específica del ordenado empresario y representa leal en defensa de sus intereses (...); la carga probatoria acerca de tal extremo*

Como apunta la SAP de Asturias, Sección 5ª, de 7 de marzo de 2012⁹⁸⁴, *"No es la demandante, en su condición de cliente y consumidora de un producto bancario, quien debe demostrar que carece de conocimientos financieros. Es el Banco, al contrario, quien debe probar que cumplió el deber de información que le exige tanto la normativa específica como la legislación de consumidores, lo que, como se ha visto, no hizo. Esa condición de consumidora y parte débil de la contratación es objeto de protección por el legislador, desplazando la carga de la prueba a la entidad bancaria que ofrece sus productos, que ella misma crea y cuyo alcance conoce..."*. De igual modo, la SAP de Palma de Mallorca, secc. 3ª, núm. 254/2015, de 5 de octubre atestigua que *"El apelante pretende desvirtuar una presunción derivada de la ley y la jurisprudencia ("praesumptio iuris", presunción de información insuficiente derivada de la falta del test de conveniencia) con otra presunción de distinta naturaleza ("praesumptio hominis", presunción de información suficiente derivada de la experiencia profesional del cliente). Pero se trata de un razonamiento erróneo dado que una presunción solo puede desvirtuarse mediante hechos ciertos y probados, no mediante otra presunción."*

Es más el Banco de España en su Memoria del Servicio de Reclamaciones⁹⁸⁵ nos recuerda que *"las entidades financieras deben estar en condiciones de acreditar que, con anterioridad a la formalización de la operación, se ha facilitado al cliente un documento informativo sobre el instrumento de cobertura ofrecido en el que se indiquen sus características principales sin omisiones significativas, considerándose en caso*

debe pesar sobre el profesional financiero, los cual por otra parte es lógico por cuanto desde la perspectiva de los clientes se trataría de un hecho negativo como es la ausencia de información."

⁹⁸⁴ BAZ BARRIOS, Sergio. La problemática...ob. cit., pág. 436. CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. Swaps...ob. cit., En idéntico sentido se manifiestan la SAP de Barcelona (secc. 13ª) núm. 258/2013 de 6 de mayo, SAP Asturias (secc. 4ª) núm. 142/2013 de 2 mayo, SAP Barcelona (secc. 11ª) núm. 349/2012 de 13 de julio, SAP Asturias (secc. 7ª) núm. 274/2011 de 7 de junio o la SAP Toledo (secc. 1ª) núm. 222/2012 de 17 de julio.

⁹⁸⁵ Banco de España, 2008, pág. 136.

contrario que su actuación sería contraria a los principios de claridad y transparencia que inspiran las buenas prácticas bancarias”.

En efecto, resulta de aplicación el apartado 7 del art. 217 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (criterio de la mayor facilidad o proximidad a la prueba), que entraña que dado que la entidad financiera se encuentra en una posición de prevalencia con respecto a cliente, ello se traduce en una mayor facilidad y disponibilidad probatoria, pues por ley deben conservar documentación de las operaciones concertadas y de la información ofrecida⁹⁸⁶.

La STS 668/2015, de 4 de diciembre de 2015, señala la insuficiencia como prueba de la declaración de testigos de la entidad de crédito para acreditar que se facilitó información adecuada sobre la naturaleza y riesgos del producto ofertado.

Además resta descollar que para acreditar el cumplimiento de esta obligación no basta con *“cobijarse en la mera suscripción de los denominados test de conveniencia o idoneidad y la suscripción también de un documento, redactado por la propia entidad financiera, en la que supuestamente la parte demandada conocía los riesgos de la operación. Como ya ha tenido ocasión de establecer el Tribunal Supremo en otro tipo de circunstancias análogas, contratos de seguro, la mera suscripción de modelos*

⁹⁸⁶ Así las citadas SAP Asturias (secc. 4ª) núm. 142/2013 de 2 mayo, SAP Barcelona (secc. 11ª) núm. 349/2012 de 13 de julio, SAP Asturias (secc. 7ª) núm. 274/2011 de 7 de junio o la SAP Toledo (secc. 1ª) núm. 222/2012 de 17 de julio. *“En este sentido, y en aras a la apreciación jurisdiccional de si la operación fue debidamente ilustrada, habitualmente resulta clarificador para el Juzgador el resultado del interrogatorio del personal de la entidad financiera encargada de la comercialización del contrato de swap acerca de su funcionamiento y características. Así, ya sea un comercial o un director de la sucursal bancaria quien se encargue personalmente de las negociaciones, su intervención declarando como testigo puede resultar en ocasiones trascendente al respecto. En efecto, como muestra entre otras, la Sentencia de la Audiencia Provincial de Jaén, Sección 3ª, de 27 de Marzo de 2009 , alcanza a entender probada la inobservancia de la normativa vigente, entre otros extremos, gracias a la declaración del representante legal de la entidad demandada, quien afirmó que el contenido del contrato de swap se explicó debidamente al actor, resultando difícil de creer al Tribunal dado que al ser interrogado por el letrado de la parte actora, se reveló su desconocimiento de la mayor parte de las menciones técnicas que se contienen en el contrato de la permuta financiera, hasta el punto de confundir cuestiones básicas de la contratación.”* GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit.

normalizados como es el caso, y además rellenados en la propia entidad financiera y no por el cliente en su domicilio y después de haber podido reflexionar sobre las circunstancias de la operación, no constituyen realidad la declaración o la realización de un verdadero test de conveniencia⁹⁸⁷.”

No obstante, tal como veremos en el siguiente capítulo, el incumplimiento del deber de información no acarrea necesariamente la existencia de error⁹⁸⁸, si bien lo presume⁹⁸⁹, correspondiendo en tales casos a la entidad la carga probatoria de la ausencia de error.

En aquellos casos en que no sea aplicable la referida presunción, compete al actor demostrar la concurrencia de los elementos del error en virtud del art. 217 LEC⁹⁹⁰.

Es por ello que nos hallamos ante dos cargas probatorias diferentes. La ausencia de prueba del error puede suponer la desestimación de la demanda, mientras que la deficiencia probatoria del cumplimiento del deber de informar, puede conllevar según los casos, la declaración de error.

2.5. Efectos resultantes de la contravención de los deberes de las entidades financieras

⁹⁸⁷ S. del Juzgado de 1.ª Instancia, n.º 1 de Valencia, de 1 de julio de 2014.

⁹⁸⁸ Entre otras SSAP de Vizcaya, Sección 5.ª, de 19 de marzo de 2012, y de Barcelona, Sección 15.ª, de 22 de marzo de 2012.

⁹⁸⁹ Entre otras vid. STS de 20 de enero de 2014, y STJUE de 7 de julio de 2014.

⁹⁹⁰ Véase STS de 21 de noviembre de 2012; SSAP de Castellón, Sección 3.ª, de 26 de septiembre de 2011; de Vizcaya, Sección 5.ª, de 19 de marzo de 2012 y de 2 de abril de 2012, entre otras, resolviendo controversias de error en la contratación de permutas financieras. Respecto a la carga de la prueba en otros casos de error en el consentimiento, vid. SSTS de 13 de diciembre de 1992, de 30 de mayo de 1995 y de 21 de abril de 2004. MARÍN NARROS, Héctor. Los principales...ob. cit., pág. 1531.

Pues bien, aparte de las consecuencias contractuales que pueda acarrear el posible vicio del consentimiento contractual con la consecuente declaración de nulidad, y que veremos en el capítulo siguiente, en este apartado queremos estudiar brevemente los efectos que desencadena el incumplimiento de las obligaciones que competen a las entidades financieras en la comercialización de productos derivados complejos, como al efecto lo es el swap.

Lo primero que se debe constatar, es que la responsabilidad del banco, es la propia de un profesional experto en la materia, deviniendo exigible “*en estándar muy alto en el deber de información a sus clientes*”⁹⁹¹. La diligencia es la propia de un comerciante experto, que ejerce funciones de custodia y comisión, con ánimo de lucro, por lo que ex. arts. 255 y 307 C. de c. les es exigible una especial diligencia⁹⁹².

Considerando la STJUE citada⁹⁹³, del incumplimiento del deber de información se infiere en primer término la imposición de las medidas o sanciones administrativas a las personas responsables por infracción de las disposiciones aprobadas en aplicación de la Directiva 2004/39 (art. 39)⁹⁹⁴.

En segundo término, dado que esta Directiva no concreta que los Estados miembros deban establecer consecuencias contractuales en caso de que se celebren contratos contraviniendo las obligaciones de derecho interno, queda a la

⁹⁹¹ STS 769/2014.

⁹⁹² ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., págs. 57-58.

⁹⁹³ STJUE de 30 de mayo de 2013, caso Genil 48. S.L.

⁹⁹⁴ La imposición de sanciones administrativas por parte de la CNMV se rige por los términos de los arts. 273 y ss. TRLMV. Nos recuerda la SAP de Asturias de 27 de enero de 2010 que los tribunales civiles carecen de competencia para declarar la conformidad o no de la conducta de la entidad bancaria con las buenas prácticas bancarias, tanto porque la LEC proscribía las sentencias meramente declarativas, cuanto porque la supervisión e inspección de tal clase corresponde, bien al Banco de España, bien a la CNMV. Las consecuencias definidas por cada Estado miembro, deben respetar los principios de equivalencia y efectividad (véase Sentencia de 19 de julio de 2012, caso Littlewoods Retail (C-591/10), apartado 27).

discrecionalidad de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales de la contravención de dichas obligaciones⁹⁹⁵.

Precisamente la ausencia de una normativa concreta en materia de swaps ha coadyuvado a la litigiosidad de la comercialización del mismo, saldándose a través de las reglas generales del C.c. en materia de obligaciones y contratos, y soslayándose la normativa MiFID, que en muchos supuestos aparece referenciada con un carácter más ornamental que funcional⁹⁹⁶.

Son dos los tipos de responsabilidad a que puede dar la conducta infractora de la entidad de crédito:

1. De un lado es, es factible que la parte que sufre los estragos de dicha conducta infractora, inste proceso para obtención de los daños y perjuicios ex art. 1101 C.c. irrogados de la inobservancia por parte de la entidad bancaria de los deberes que le incumben ex TRLMV⁹⁹⁷. Se trataría de un supuesto de responsabilidad extracontractual⁹⁹⁸. Para que nazca la obligación de indemnizar, se exige la

⁹⁹⁵ En este sentido Sentencia de 19 de julio de 2013, caso Littlewoods Retail (C-591/10), apartado 27. Igualmente, la STJUE de 30 de mayo de 2013, sancionó que la Directiva MiFID no establece ningún régimen de *enforcement* específico del incumplimiento de las obligaciones que contempla, por lo que las consecuencias dependerán de los recursos jurídicos del Derecho interno (apdo. 57 de la Sentencia). Véase CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. Doce...ob. cit., págs. 55 y ss.

⁹⁹⁶ En este sentido MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización*...ob. cit. Así a la pregunta de en torno a las consecuencias contractuales que conlleva la inobservancia de la empresa de inversión de los deberes establecidos en el art. 19, apartados 4 y 5 de MiFID, la STJUE de 30 de mayo de 2013 en su apartado 57 responde que «a falta de normas sobre la materia en el Derecho de la Unión, corresponde al ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro regular las consecuencias contractuales de la inobservancia de dichas obligaciones, respetando los principios de equivalencia y efectividad».

⁹⁹⁷ Vid. SAP de Vizcaya, secc. 4ª 690/2010, de 14 de septiembre que declara la nulidad por falta de información exigible por parte de la entidad, actuando de forma negligente, por lo que deberá responder por los daños y perjuicios ocasionados.

⁹⁹⁸ La base para reclamar la resolución del contrato por incumplimiento de los deberes de las entidades financieras (art. 1124) se halla en los arts. 1101, 1902 y 1903 C.c. El fundamento se halla en el Derecho Bancario, que impone a los establecimientos bancarios la obligación de actuar de forma honesta, diligente y transparente, en interés de los clientes, sancionando la obligación de informar a los mismos de manera clara, imparcial y no engañosa. Y es que la vulneración de una norma de carácter

conurrencia de una conducta infractora (así por ejemplo la abstención del ofrecimiento de productos inadecuados, o el incumplimiento de la obligación de información), un daño en el cliente (cuya cumplida prueba pesa sobre el cliente), y la existencia de una relación de causalidad entre la conducta ilícita de la entidad y el daño irrogado al cliente⁹⁹⁹. Reciente dicha cuestión ha sido tratada por la STS 397/2015, de 13 de julio que recalca que el «*incumplimiento grave del estándar de diligencia, buena fe e información en materia de inversiones financieras constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad de los daños y perjuicios producidos*»¹⁰⁰⁰ y tal como se puso de manifiesto en Sentencia 754/2014, de 30 de diciembre, el «*incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de*

protocolario no acarrea per se la estimación de un vicio invalidante del consentimiento, sino en su caso, una sanción disciplinaria. En este sentido véase FEBBRAJO, T. *Violazione delle regole di comportamento e remedi civilistici*, en Di Nella, L. (a cura di), *La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2007, págs. 140-187.

⁹⁹⁹ “En el ámbito del mandato mercantil en que nos encontramos, del daño causado por falta de diligencia responde el comisionista (art. 259 C.de c.). Según el Tribunal Supremo: «Este incumplimiento grave de los deberes exigibles al profesional que opera en el mercado de valores en su relación con clientes potenciales o actuales constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida» STS, Pleno, 244/2013)”. Asimismo, la sentencia del Tribunal Supremo 754/2014, de 30 de diciembre de 2014, declara al analizar la relación de causalidad que la omisión de la información genera que los inversores asuman inconscientemente un riesgo y es por ello que el perjuicio derivado de la actualización de este riesgo «es una consecuencia natural del incumplimiento», que opera como causa que justifica la imputación de la obligación de indemnizar el daño causado.” ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., pág. 62.

¹⁰⁰⁰ Señala en efecto que: “En la Sentencia 754/2014, de 30 de diciembre, ya advertimos que no cabía «descartar que el incumplimiento grave de aquellos deberes y obligaciones contractuales de información al cliente y de diligencia y lealtad respecto del asesoramiento financiero pueda constituir el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por los clientes como consecuencia de la pérdida, prácticamente total, de valor de las participaciones preferentes, aunque lógicamente es preciso justificar en qué consiste la relación de causalidad.» Y en la anterior Sentencia 244/2013, de 18 de abril, entendimos que el incumplimiento por el banco del «estándar de diligencia, buena fe e información completa, clara y precisa que le era exigible al proponer a los demandantes la adquisición de determinados valores que resultaron ser valores complejos y de alto riesgo (...) constituye el título jurídico de imputación de la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes como consecuencia de la pérdida casi absoluta de valor de las participaciones preferentes de Lehman Brothers adquiridas».”

la responsabilidad por los daños sufridos por tales clientes» (Sentencia 244/2013, de 18 de abril)¹⁰⁰¹. A través de su contenido se infiere que la falta del test de idoneidad, que era el que procedía en aras a justificar la recomendación de inversión realizada, justifica la acción de indemnización de daños y perjuicios, siempre que se hubiera derivado el perjuicio que se pretende sea indemnizado. Dicho perjuicio se tradujo en la pérdida de inversión *“De tal forma que cabe atribuir al incumplimiento de los deberes inherentes a la exigencia del test de idoneidad, la consideración de causa jurídica del perjuicio sufrido, pues si no consta que los demandantes fueran inversores de alto riesgo, ni que no siéndolo se hubieran empeñado en la adquisición de este bono, el banco debía haberse abstenido de recomendar su adquisición, por lo que, al hacerlo, propició que los demandantes asumieran el riesgo que conllevó la pérdida de la inversión.”* En consecuencia la falta del test de idoneidad, cuando hay asesoramiento, se traduce en título jurídico suficiente para la indemnización por daños y perjuicios (SSTS 398/2015, de 10 de julio de 2015, y 397/2015, de 13 de julio de 2015)

2. De otro, si el contrato mantuviera su vigencia pese a la conducta infractora de la entidad, entraría en juego el régimen de responsabilidad contractual¹⁰⁰², sea por la

¹⁰⁰¹ En idéntico sentido STS 397/2015, de 13 de julio de 2015 y 398/2015, de 10 de julio de 2015. Señalan dichas sentencias al efecto que *«cabe atribuir al incumplimiento de los deberes inherentes a la exigencia del test de idoneidad, la consideración de causa jurídica del perjuicio sufrido, pues si no consta que la demandante fuera inversora de alto riesgo, ni que no siéndolo se hubiera empeñado en la adquisición de este bono, el banco debía haberse abstenido de recomendar su adquisición, por lo que, al hacerlo, propició que la demandante asumiera el riesgo que conllevó la pérdida de la inversión»*. Sobre el estudio de la primera sentencia vid. AGÜERO ORTIZ, Alicia. «Sentencia de 13 de julio de 2015. Responsabilidad de la entidad de servicios de inversión por los daños y perjuicios sufridos por el inversor (pérdida de la inversión tras la quiebra de Lehman Brothers) por el incumplimiento de la obligación de realizar el test de idoneidad». En *Cuadernos Cívitas de jurisprudencia civil*, n.º 100, 2016, págs. 515-548.

¹⁰⁰² Como destaca la STS de 24 de julio de 1969 *“hay responsabilidad contractual si se cumple un doble requisito: que entre las partes exista un contrato o una relación contractual y que los daños sean debidos a incumplimiento o cumplimiento defectuoso de lo que es estrictamente materia del contrato. En cambio, la responsabilidad es extracontractual cuando con total independencia de obligaciones de cualquier otro tipo que existan entre las partes, el daño se produce por violación de deberes generales de conducta dimanante o, de la regla general alterum non laedere”*. Véase GARCÍA RUBIO, María Paz; OTERO CRESPO, Marta. «La responsabilidad precontractual en el Derecho contractual europeo». En *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 2, 2010, 62 p. VALÉS DUQUE, Pablo. *La responsabilidad precontractual*. Madrid: Reus, 2012, 336 p. De igual modo podemos decir que *“Las normas de conducta integran la diligencia debida por el profesional en sus relaciones contractuales con los clientes, es decir,*

infracción de los deberes de lealtad o cuidado en la venta del swap de tipos de interés, o en su caso, en el asesoramiento financiero al cliente¹⁰⁰³. En este sentido, debemos destacar que si bien la jurisprudencia tiende a considerar la responsabilidad por incumplimiento del deber de negociar de buena fe de naturaleza contractual¹⁰⁰⁴, dicha categorización resulta controvertida¹⁰⁰⁵. A dichos efectos, la subsunción dentro de uno u otro tipo de responsabilidad, resulta importante, por ejemplo a efectos del plazo de ejercicio de la acción respectiva: quince años para las contractuales ex. art. 1964 C.c. y un año para las extracontractuales ex. art. 1968 C.c.

Por último, nos gustaría destacar que las desavenencias desencadenadas en la materia pueden dilucidarse a través del Servicio de Reclamaciones del Banco de España el cual es competente para conocer las quejas, reclamaciones y consultas que formulen los usuarios de servicios financieros en relación con la actividad de las entidades supervisadas por el Banco de España.

De conformidad con la redacción dada a los artículos 30 y 31 de Ley 44/2002, de 22 de noviembre, por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de economía sostenible, se ha

su lex artis. El banco que incumple su lex artis asume una responsabilidad por «culpa leve en concreto» exigible al «comerciante experto», según la doctrina recogida por el Tribunal Supremo (Ver, por todas, STS 20 de enero de 2003)”. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps...ob. cit. pág. 656.

¹⁰⁰³ “Concretamente, porque se produjo alguna negligencia en la comercialización del derivado que lo hacía inidóneo (*negligence claims*, v. gr. el fallo de modelo sobre la evolución de las variables de referencia), porque el banco proporcionó información falsa o engañosa sobre la naturaleza (p. ej. lo presenta como un seguro) o estructura del derivado (*fraud claims*), porque el banco debió haber proporcionado una información más detallada sobre los efectos y riesgos del derivado (normalmente por trivialización u ocultación de riesgos en las *disclosure suitability claims*), porque el derivado era inidóneo en sí mismo para el propósito para el que fue contratado (fallo de idoneidad, *suitability claims*) o porque el derivado era inidóneo para el concreto cliente en todo caso (fallo de conveniencia, p. ej. por riesgo excesivo). GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit.; CASTILLA CUBILLAS, Manuel. Permutas...ob. cit.

¹⁰⁰⁴ Vid. STS de 17 de abril de 2013, donde se corrobora la estimación de una acción ejercitada al amparo del art. 1101 C.c.

¹⁰⁰⁵ MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. *Compendio y análisis*...ob. cit., pág. 184. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. *Estudios de los principales acuerdo precontractuales con modelos en inglés y español*. Barcelona: Bosch, 2012, pág. 166.

modificado el régimen español de atención de las reclamaciones en el sector financiero, con la finalidad expresa de proteger los derechos de los clientes en cada uno de los tres ámbitos de actividad financiera: banca, valores y seguros¹⁰⁰⁶.

Interesa constatar que las resoluciones del Banco de España carecen de carácter vinculante, o lo que es igual, no obligan a la entidad a cancelar el producto sin coste alguno o a indemnizar los daños y perjuicios irrogados. Dichos efectos vinculantes sólo podrán verificarse si el Banco o Caja accede a ello mediante acuerdo extrajudicial con su cliente o, en caso de negativa de la entidad, acudiendo a la vía judicial mediante la correspondiente demanda.

Destacan entre otras las de fechas 3/6/2009, 23/6/2009 y 24/6/2009, a través de las cuales podemos inferir interesantes conclusiones concernientes a la definición del producto, su complejidad, la exigencia de un soporte informativo anterior a la formalización de la operación y el deber de diligencia específico que deben de efectuar las entidades bancarias¹⁰⁰⁷.

¹⁰⁰⁶ Sobre su régimen jurídico, véase: Circular 7/2013, de 25 de septiembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por el que se regula el procedimiento de resolución de reclamaciones y quejas contra empresas que prestan servicios de inversión y de atención a consultas en el ámbito del mercado de valores. Orden ECC/2502/2012, de 16 de noviembre por la que se regula el procedimiento de presentación de reclamaciones ante los servicios de reclamaciones del Banco de España, la Comisión Nacional del Mercado de Valores y la Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones. ORDEN ECO/734/2004, de 11 de marzo, sobre los departamentos y servicios de atención al cliente y el defensor del cliente de las entidades financieras. Real Decreto, 303/2004 de 20 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de los Comisionados para la defensa del cliente de servicios financieros (modificado por la disposición transitoria quinta, de la Ley 2/2011 de economía sostenible, que deroga todo exceptuando los artículos 7 al 15 del presente reglamento).

¹⁰⁰⁷ Ésta es, quizá, la cuestión más importante acerca de las nuevas resoluciones del Servicio de Reclamaciones: este organismo evita ahora entrar a pronunciarse sobre la existencia de malas prácticas en la comercialización y remite a los tribunales de Justicia. Lógicamente, sería inexplicable que ahora reconociera que tales prácticas no existen, cuando en resoluciones anteriores sí lo ha hecho. También es lógico que no puede hacer milagros y valorar la comercialización sin pruebas documentales. Pero al menos debería reflejar la falta de colaboración de la entidad al no acreditar que se cumplieron los requisitos mínimos que exige la MiFID y el propio Banco de España. PEDRAZA, J.A. El Banco de España cambia su criterio sobre los swaps. En Ausbanc revista, 2010.

Las resoluciones dictadas por del Servicio de Reclamación del Banco de España proclamando las malas prácticas bancarias se han fundamentado en las siguientes causas:

- Falta de entrega al cliente de copia de los contratos¹⁰⁰⁸.

- No facilitar los documentos de liquidación de la permuta, impidiendo así conocer los cálculos efectuados para adeudar las cantidades que por tal concepto se practicaban en la cuenta del cliente¹⁰⁰⁹.

- No atender la orden de cancelación del producto¹⁰¹⁰.

- Falta de transparencia en la redacción del contrato¹⁰¹¹.

- Incumplimiento de la Ley 22/2007, de Comercialización a distancia de Servicios Financieros, en los casos en que el producto se haya ofertado telefónicamente o vía SMS, por no respetar los requisitos de información previa a la contratación, entregándose al cliente las condiciones contractuales con posterioridad a realizarse el contrato, y omitiendo información sobre la posibilidad de libre desistimiento y sus consecuencias.

¹⁰⁰⁸ Resolución 491/05.

¹⁰⁰⁹ Véase resoluciones 4592/05, 50/06, 213/06, 1978/06, 2217/06, 2680/05, 3686/06, 1637/07.

¹⁰¹⁰ Resolución 3738/06.

¹⁰¹¹ Obviamente, esta ha sido el motivo más frecuentemente acogido, bien por no aclararse suficientemente el tipo fijo que se comprometía a pagar el cliente (1675/07, Bankinter), bien por omitir las fórmulas de cálculo de las liquidaciones y de la cancelación que permitan conocer al cliente antes de su contratación el coste de la permuta (2009/01046, misma entidad).

V. FINALIZACIÓN DEL CONTRATO DE SWAP DE TIPOS DE INTERÉS

En los últimos años hemos experimentado una desorbitada litigiosidad de los contratos de swap, canalizada a consecuencia de la comercialización en masa de los mismos entre las entidades de crédito y su clientela y principalmente referida a los SWAP de tipos de interés¹⁰¹². El fundamento de dicha contratación masiva se produjo por influjo de la ley 36/2003, de 11 de noviembre, de medidas de reforma económica, y que a través de la nueva redacción dada por la disposición final quinta de la Ley 10/2014, de 26 de junio en su artículo decimonoveno indica que *las entidades de crédito informarán a sus deudores hipotecarios con los que hayan suscrito préstamos a tipo de interés variable, sobre los instrumentos, productos o sistemas de cobertura del riesgo de incremento del tipo de interés que tengan disponibles*¹⁰¹³.

¹⁰¹² Si bien el swap no es una figura de nueva creación, en la última década se ha visto prolijamente utilizada no como instrumento de reestructuración financiera de las grandes empresas sino para ser comercializada de forma masiva, especialmente a partir del año 2003. No en vano “*el número de escritos de reclamación o queja presentados ante el Banco de España en 2009 ascendió a 13.640, lo que supone un incremento del 93% respecto al año anterior, según datos de la memoria del organismo supervisor, y ello en gran medida debido al aumento en las reclamaciones recibidas sobre “swap” o contratos de cobertura/ permuta de tipos de interés, que han tenido una gran incidencia en las reclamaciones recibidas durante ese ejercicio...*” GÓMEZ GUSI, Josep Lluís. «SWAP: Una figura controvertida». En *Lo Canyeret, Revista del Colegio de Abogados de Lleida*, nº 69, 2011, págs. 20-31.

¹⁰¹³ El Banco de España afirma (Vid. BANCO DE ESPAÑA. «Publicaciones del Banco de España: Informes relevantes». Madrid, 2009, pág. 161) que se pueden distinguir “*dos instrumentos de cobertura frente a las fluctuaciones de los tipos de interés. De un lado se hallan las coberturas de carácter implícito, que son las que incluyen las llamadas «cláusulas suelo» o «floor» y/o «cláusulas techo» o «cap». De otro lado, se hallan las coberturas explícitas que consisten en la contratación de un producto financiero autónomo respecto del contrato de préstamo previamente suscrito, como ocurre en las permutas financieras de tipos de interés o interest rate swaps (IRS)*”. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., pág. 228. En la misma línea NASARRE AZNAR, Sergio. «Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria». En *Revista de Derecho Inmobiliario*, n.º 727, 2011, págs. 2665-2737.

Este hecho unido a la crisis financiera que arrastra España desde el último trimestre de 2008 fue el detonante de más de 1000 sentencias que vienen a resolver las ominosas consecuencias ¹⁰¹⁴ que tales contratos acarrearón a los clientes bancarios¹⁰¹⁵ y que en función de los distintos supuestos de terminación del contrato de swap nos corresponde estudiar en este apartado final.

Como premisa para el estudio de las causas de extinción del contrato de SWAP, debemos destacar que no existen especiales diferencias con respecto a la teoría general de las obligaciones y contratos, salvo las que se deriven de las estipulaciones pactadas en los contratos marco.

Antes de ahondar en dichas especialidades, se hace menester clarificar ciertas ideas que nos ayudarán a entender el fenómeno de la terminación contractual de una forma más completa.

En primer lugar, urge subrayar que la nulidad de los negocios jurídicos es uno de los conceptos más confusos del Derecho civil, pues tanto los distintos códigos como la doctrina, han usado de manera imprecisa y a veces indistinta los términos de ineficacia¹⁰¹⁶, inexistencia, invalidez¹⁰¹⁷, nulidad, anulabilidad, rescisión y resolución¹⁰¹⁸.

¹⁰¹⁴ Es por ello que a tenor de la jurisprudencia en la materia “*un número importante de reclamaciones tienen su origen en varios hitos que cambiaron el panorama económico y financiero: la estafa piramidal diseñada por el broker norteamericano B. Madoff, la quiebra del banco estadounidense Lehman Brothers y la casi inmediata quiebra de los tres bancos islandeses más importantes Glitnir, Landsbanki y Kaupthing, seguida de su posterior nacionalización*”. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. Vid. también CASTILLA CUBILLAS, Manuel. Permutas...ob. cit., págs. 33-44. MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. La improcedencia...ob. cit., págs. 219-246. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit.

¹⁰¹⁵ MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización*...ob. cit., pág. 16.

¹⁰¹⁶ La ineficacia del contrato se origina cuando un negocio jurídico no produce efectos, o no surte los efectos previstos por las partes, pudiendo obedecer a la invalidad o nulidad. Véase CLAVERIA GOSALBEZ, Luis Humberto. *La confirmación del contrato anulable*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio. Bolonia, 1977 p. 23; en idéntico sentido, toda la doctrina italiana entre los que destacan SCOGNAMIGLIO, Renato. *Teoría General del Contrato*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 1996, p. 297. DÍEZ-PICAZO defiende que “ineficacia” puede significar no necesariamente falta de efectos, sino discrepancia o desarmonía entre la eficacia prevista y la realmente desarrollada. DÍEZ-PICAZO Y

En segundo lugar, para estudiar las causas de extinción del SWAP debemos partir de dos caracteres diferenciadores:

1º Se trata de un contrato de tracto sucesivo, ya que su principal finalidad estriba en ser un régimen paliativo de los riesgos a largo plazo. Esta idea debe sin embargo aclararse dado que la doctrina moderna habla con mayor precisión de obligaciones continuadas o duraderas, diferenciando, dentro de estas, entre las prestaciones instantáneas o duraderas. La prestación es instantánea cuando consta de uno o varios actos que se agotan en un período de tiempo limitado. De este modo, podemos entender que los contratos swap abarcan diversas relaciones obligatorias continuadas,

PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial. Tomo I...* ob. cit., pág. 451. Señala CASTRO que “...se considera negocio ineficaz aquel al que cualquier obstáculo o defecto impide que despliegue sus naturales consecuencias “. Por contraste con la eficacia, un negocio es eficaz cuando produce normalmente sus efectos de vinculación subjetiva. CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio...* ob. cit., p. 462. Se ha mantenido, por el contrario, un concepto distinto de ineficacia, entendida como sanción del ordenamiento jurídico a los contratos ilícitos (nulidad, anulabilidad o rescisión), la cual no es predicable de aquellos otros supuestos en los que el contrato se aparta de lo que son sus efectos típicos por esas otras causas, y que se ha denominado ineficacia *strictu sensu*. Matiza Díez-PICAZO que “ineficacia” puede significar no exactamente falta de efectos, sino discrepancia o desarmonía entre la eficacia prevista y la realmente desarrollada. Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho civil patrimonial*, I...ob. cit., pág. 451. De este modo, la ineficacia en sentido amplio, puede deberse a motivos estructurales o intrínsecos al proceso formativo del negocio jurídico contractual o a motivos extrínsecos a ese proceso; en el primer supuesto hablaremos de “invalidéz” y en el segundo hablaremos de “ineficacia en sentido estricto”. La invalidéz, por tanto, es una ineficacia debida a que el contrato, durante su formación y antes de su perfeccionamiento o durante éste, padece irregularidades: o las voluntades están viciadas, o su contenido es antijurídico, o el modo de exteriorización del consentimiento es legalmente improcedente, etc.

¹⁰¹⁷ Desde esta óptica, la invalidéz se sitúa en distinto plano, concretamente el de la sanción de los contratos ilegales o ilícitos, porque no se adecúan a las exigencias del ordenamiento jurídico, provocando a su vez la ineficacia del contrato, porque impide que produzca los efectos que le son propios. Dentro de la invalidéz, se hace menester distinguir entre la inexistencia (que se origina cuando falta alguno de los elementos esenciales del contrato ex art. 1261 C.c.), la nulidad de pleno derecho (cuando el contrato se celebra contraviniendo un mandato o prohibición legal ex art. 6.3 C.c.), la anulabilidad (cuando el contrato se celebra con un vicio o defecto ex art. 1300 y ss. C.c.) y la rescisión (por una lesión o perjuicio para las partes del contrato o terceros ajenos al mismo ex. Art 1290 C.c.). Véase al efecto CASTÁN TOBEÑAS, José. *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo I, Volumen II. Madrid: Editorial Reus, 1971, págs. 807 y 808.

¹⁰¹⁸ CASTÁN TOBEÑAS, JOSÉ, *Derecho Civil...* ob. cit., págs. 805 y 806.

las llamadas operaciones de swap, cuyas liquidaciones parciales constituyen prestaciones instantáneas que se suceden durante toda la vigencia de la operación¹⁰¹⁹.

2º Su objeto. No obsta la modalidad de SWAP que estudiemos, es el dinero, el objeto de este contrato, lo cual determina la sujeción de dicho objeto a variaciones y alteraciones que quedan fuera del control de las partes contratantes.

En tercer lugar, a efectos clasificatorios, la finalización del contrato de swap, puede verificarse por motivos económicos y jurídicos, lo que nos permite distinguir entre la terminación económica y la terminación jurídica del swap.

A través de la terminación económica del contrato se persigue una liberación de las posiciones asumidas, aunque la base comercial permanezca intacta.

A través de la terminación jurídica se persigue liberar a las partes de las obligaciones asumidas, rigiéndose esta materia por el Derecho de obligaciones.

Hallamos dos ejemplos paradigmáticos de terminación económica en los contratos de SWAP:

I. La celebración de una nueva permuta de signo contrario (o *reversal swap*) por el tiempo que reste para extinguir la permuta inicial. En este caso, nos hallamos en presencia de un nuevo contrato, que no es causa de extinción del vínculo contractual previo, pero que, desde el punto de vista económico, sí conlleva la extinción de la permuta al cerrar las posiciones asumidas por las partes.

II. La cesión del contrato. En el ámbito del SWAP se admite tanto la cesión total, como la cesión parcial. La cesión total conlleva la asunción de la posición de usuario, y en definitiva supone una novación subjetiva (arts. 1203 y ss. del C.c.) que exige el previo consentimiento de la contraparte. La cesión parcial se presenta bajo la forma de

¹⁰¹⁹ DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos...* ob. cit., p. 365.

cesión de crédito no endosable, o al portador que contempla el C. de c. en los arts. 347 y 348¹⁰²⁰.

La terminación jurídica ofrece también una clasificación dual:

I. De un lado la inclusión en el contrato de una cláusula que permita el vencimiento anticipado o su cancelación (desistimiento unilateral).

II. Y de otro, la posibilidad de instar un vencimiento anticipado por imposibilidad sobrevenida de cumplimiento de la obligación o por causas objetivas sobrevenidas.

Tras este breve preámbulo, pasamos al estudio de las causas de extinción del SWAP, centrándonos en los aspectos distintivos de esta figura jurídica.

1. Extinción por cumplimiento: el Netting.

Podemos definir el *netting*¹⁰²¹ como la conversión de una multiplicidad de deudas y créditos derivados de los contratos celebrados entre las partes contratantes en el ámbito de un contrato marco, por un crédito y deuda únicos, por el valor neto de la diferencia de los anteriores. Es pues menester distinguir, considerando los acuerdos marco, tres tipos de netting, pues dicha conversión puede ser producto del cumplimiento normal del contrato o *payment netting* que es el que nos corresponde estudiar en este apartado, de un método de compensación convencional en situaciones

¹⁰²⁰ Para un estudio más detallado véase VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.140.

¹⁰²¹ Que en la terminología española se conoce con el nombre de compensación contractual, lo cual no supone la asimilación entre el netting y el instituto de la compensación, como mecanismo de extinción de las obligaciones contemplado en los arts. 1195 y ss. C.c.

de vencimiento o resolución contractual anticipada o *close-out netting*, o de un pacto de novación extintivo o *netting by novation*.

La causa y finalidad del netting, no obstante lo expuesto, no se reconduce a la mera extinción de las obligaciones recíprocas. Uno de los aspectos que más ha interesado a las entidades de crédito participantes de los sistemas de pagos interbancarios, ha sido la búsqueda de mecanismos que mitigación de los riesgos de crédito y flujos de pago entre los integrantes del sistema, interés que se ha traducido en el desarrollo de mecanismos de netting¹⁰²². Por tanto, la causa del netting, se define por la creación de una única obligación jurídicamente exigible. Además existen otras finalidades de las partes contratantes en el uso del netting: la reducción del riesgo crediticio dimanante de las operaciones con derivados financieros afectadas por la compensación contractual, del riesgo de liquidación¹⁰²³, y de los costes de transacción incluidas en el contrato¹⁰²⁴.

Antes de abordar el estudio el *payment netting* es pues importante abordar las diferencias entre los distintos tipos de netting.

El *payment netting* también conocido como *settlement netting* se desenvuelve durante el curso normal del contrato, concibiéndose como un mecanismo de cálculo de las posiciones abiertas de una o más operaciones de derivados celebradas entre contrapartes, y en su caso por sus subsidiarias, al amparo de un contrato marco, materializado en fechas predeterminadas, y a través del cual las posiciones asumidas y debidas en la misma fecha y en la misma divisa con resultado positivo para las contrapartes se netean con las posiciones de resultado negativo, para de este modo

¹⁰²² CALVIN BAKER, James. *The Bank of International Settlements: Evolution and Evaluation*. Londres: Green Wood Publishing, 2002, págs. 121 y ss.

¹⁰²³ O riesgo de que una obligación no se liquide en la fecha debida, sino en otra por concretar.

¹⁰²⁴ Vid. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., págs. 540 y ss. ROBERTS, Graham. *Law...*ob. cit. pág. 156.

obtener una suma que será asumida por la parte deudora¹⁰²⁵. El *payment netting* contemplado en los contratos marco, se articula como un sistema de pagos mediante el mecanismo de la compensación o liquidación del flujo de cajas, que permite en los vencimientos parciales dar por satisfechas las obligaciones a través de un pago único¹⁰²⁶. Este tipo de *netting* no supone una compensación en el sentido expresado en los arts. 1156, 1195-1202 C.c., al carecer de efectos liberatorios¹⁰²⁷, teniendo como objeto reducir el riesgo de entrega o de liquidez, pero sin ostentar ninguna implicación en el riesgo de crédito.

Por su parte, el *close-out netting* se define como el mecanismo por medio del cual la contraparte de un contrato marco de instrumentos derivados OTC, en el caso de producirse la resolución anticipada a causa del incumplimiento de la contraparte u otro motivo de resolución previsto en el contrato marco, netea los valores de todas las operaciones con instrumentos derivados OTC abiertas, reconduciéndose a un único

¹⁰²⁵ Recordemos con JAMES el limitado alcance de este tipo de netting contemplado en la sección 2(c) ISDA Master Agreement que exige que las sumas sean pagaderas en la misma fecha, la misma moneda y con respecto a la misma transacción. JAMES, Simon. *The Law...* ob. cit, págs. 219 y ss. Como destaca WOOD (WOOD, Philip R. *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, volume 4*. Londres: Sweet & Maxwell, 2007, 376, p.) «*this type of netting is variously called “settlement netting” or “delivery netting” or “payments netting”*». Por su parte ISDA (Model Netting Act 2006) concibe el netting como una liquidación de pagos presentes o futuros en dinero vinculados a uno o más contratos financieros. Véase además el *Memorandum on the implementation of netting legislation*.

¹⁰²⁶ El llamado “*netting*” o “neteo”. Reza la estipulación 5ª de la AEB que “*Las cantidades a pagar en la misma fecha y en la misma moneda en virtud de una misma Operación, se liquidarán por su saldo, salvo que las Partes acuerden un sistema distinto en el Anexo I o en las correspondientes Confirmaciones, de modo que, si las dos Partes deben hacerse recíprocamente pagos, aquella Parte cuyo importe a pagar sea mayor, quedará obligada a realizar un pago por la cantidad en exceso. Asimismo, las Partes, si así lo establecen en el Anexo I y/o en las correspondientes Confirmaciones, podrán liquidar por su saldo las cantidades a pagar en virtud de dos o más Operaciones con vencimiento en la misma fecha y denominadas en la misma o diferentes monedas*”. Véase cláusula 2(c) del ISDA Master Agreement.

¹⁰²⁷ Recordemos que el art. 1196 CC determina los requisitos que deben cumplirse para que los acreedores y deudores recíprocos se vean beneficiados por la operatividad de la compensación, liberándose así de sus deudas y créditos en la cantidad concurrente. Tales exigencias legales se centran en la reciprocidad, liquidez y exigibilidad de la deuda, homogeneidad de las mismas, vencimiento efectivo, y ausencia de retención o contienda promovida por terceras personas. Vid. SÁNCHEZ LINDE, Mario. «Breve análisis sobre los requisitos de compensabilidad de las obligaciones, ex artículo 1196 del Código Civil». En *Diario La Ley*, n.º 7690, 2011.

pago que se calcula en base a una serie de fórmulas matemáticas¹⁰²⁸. Este tipo de neteo es producto de la indivisibilidad del Contrato Marco con respecto a las operaciones que regula, pues todas ellas forman un solo negocio jurídico¹⁰²⁹. Las «cláusulas de liquidación bilateral por compensación» se articulan de dos elementos: la «cláusula de liquidación anticipada», cuya efectividad se sustenta en la declaración de concurso y una «cláusula de compensación» que faculta la extinción de las deudas y los créditos recíprocos que surjan *inter partes* a consecuencia de la liquidación anticipada en la cantidad concurrente de todas las operaciones incorporadas en el contrato marco. El *close-out netting* con ello minimiza el riesgo de falta de cobertura y de descubierto, sorteando los efectos del *cherry picking* y reduciendo al máximo el riesgo de crédito.

La diferencia entre el *close-out netting* y el *payment netting* radica en ser este último un mecanismo de compensación o neteo de posiciones abiertas que generan una única suma líquida y exigible, pero que es fruto del desarrollo normal del contrato, mientras que el *close-out netting*¹⁰³⁰ se origina ante el ejercicio de la facultad de

¹⁰²⁸ SYLVIE DURHAM, *Derivatives Deskbook. Close-Netting. Risk Mitigation. Litigation*, vol. 1. Nueva York: Practising Law Institute, 2014, 2.^a ed., § 1:6, define el *close-out netting*, como «*the termination of derivative transactions, the calculation of the gains or losses to each party from this termination, the netting of the obligations of the parties in all of their derivatives transactions, the application of the setoff rights of each party from this termination and the application of collateral posted under the credit support annex to make a party's payment obligation yielding a single net payment due from one party*». Vid. también ROBERTS, Graham. *Law...ob. cit.* pág. 153 y ss.

¹⁰²⁹ En este sentido sección 1(c) del ISDA Master agreement 2002 y estipulación 1.1 del CMOF 2013. Así BOADA MORALES, Sebastián. *Documentación...ob. cit.* pág. 11 indica que «*El concepto del contrato único es la piedra angular de la liquidación anticipada*». Por todo ello el concepto de *close-out netting* puede ser traducido como "liquidación anticipada", la cual no debe confundirse con la compensación de operaciones individuales bajo condiciones normales en cada fecha de pago (*Set-Off*), prevista por la sección 2(c) del Contrato, ni con el acuerdo contractual para facilitar la Compensación de todas las Operaciones entre las partes (*Netting*).

¹⁰³⁰ «*Es un mecanismo similar a la compensación, desde un punto de vista jurídico, ya que en la liquidación existen obligaciones de pago que tienen su origen en distintas «operaciones», pero que se debe utilizar solamente en los casos descritos y, por consiguiente, viene a insistirse que no se puede confundir con el netting, sino que más bien, se trataría de una consolidación en orden a determinar el resultado de la exposición neta de riesgo frente al concursado*». MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El contrato marco de operaciones financieras en concurso». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, n.º 17, 2012, págs. 111-130.

rescindir el contrato a consecuencia de la existencia de un evento de incumplimiento o de terminación, produciéndose consecuentemente la aceleración de todas las operaciones con instrumentos derivados OTC concertadas por las contrapartes bajo el mismo contrato marco¹⁰³¹. Consiguientemente el *close-out netting* es un modo de liquidación de operaciones que no son líquidas y exigibles *per se*, sino a consecuencia de la terminación anticipada de los contratos, mientras que el *payment netting* comporta la compensación de obligaciones líquidas y exigibles.

Así en el *close-out netting*, se procede del modo siguiente:

(i) Primero se calcula el valor de la cartera resuelta, cuyas operaciones se extinguen totalmente y se reemplazan por una única obligación de pago que pesa sobre una de las partes (en esta fase se produce una novación extintiva) y

(ii) se le suman o restan los importes de las liquidaciones impagadas a la fecha (aquí interviene una indudable compensación)¹⁰³².

En el *netting by novation*, se acuerda que en cada fecha y por cada moneda se verificará la cancelación o extinción de todas las operaciones con la simultánea sustitución por una nueva obligación cuyo importe se definirá por la suma y compensación de todas las obligaciones y créditos originarios¹⁰³³. Se trata de un mecanismo de reducción del *cherry picking*¹⁰³⁴ que sin embargo se ve limitado al exigirse que las obligaciones sean de la misma divisa y tengan el mismo periodo de duración.

¹⁰³¹ En el ISDA Master agreement de 2002 el *payment netting* queda contemplado en la sección 2(c), mientras que el *close-out netting* queda reflejado en la sección 6(e).

¹⁰³² Todo ello está en línea con la definición de «cláusula de liquidación por compensación exigible anticipadamente» del art. 2 de la Directiva 2002/47/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

¹⁰³³ El IFEMA o *International Foreign Exchange Master Agreement* contempla cláusulas de *netting by novation*.

¹⁰³⁴ Que sólo podría tener virtualidad con respecto a la obligación que reste de la novación.

El *netting by novation* se distingue del *payment netting*, en que el primero sucede en el mismo momento en que las partes celebran una transacción susceptible de ser compensada, mientras que el segundo se produce con carácter anterior a la conclusión o liquidación de la operación.

Por último resta señalar que el *close-out netting* se diferencia del *netting by novation* en la particularidad de que el primero puede incluir también compensaciones¹⁰³⁵ y es que en el *netting by novation* las obligaciones originarias recíprocas se extinguen de forma legal y son reemplazadas por otra obligación neta, mientras que en el *close-out netting* las obligaciones recíprocas de las partes, vencidas y no satisfechas, a la par que el valor actual de las obligaciones futuras, son objeto de compensación en la cantidad concurrente¹⁰³⁶.

Pues bien, el *netting* que concierne a este apartado es el que se origina al término de la última prestación, cuando se produce el cierre de las posiciones abiertas y por ende el fin del contrato. Como manifiesta la SAP Islas Baleares-Palma de Mallorca de 20 de junio de 2011, Fundamento de Derecho 3º, *“Llegada la finalización del contrato marco, todas las obligaciones pendientes de ser cumplidas se liquidan mediante una compensación de todos los saldos positivos y negativos resultantes de las operaciones financieras existentes entre las partes (netting)”*. Queda pues

¹⁰³⁵ Para una distinción de ambas figuras vid. HENDERSON, Schuyler K. *Henderson...*ob. cit., págs. 480-482; HUDSON, Alistair. *The Law...*ob. cit., págs. 746-758: *«The intention of a close-out netting procedure is to terminate all of the outstanding transactions which are to be terminated so as to "close them out" in the sense that all obligations owed under those transactions will be novated into a new obligation to pay a single net sum by one party to the other in the termination currency: the obligation to pay that net sum closes out the earlier obligations»*.

¹⁰³⁶ *“Así, el saldo remanente en el caso del netting by novation es representativo de una nueva obligación, mientras que, en el caso del close-out netting, este saldo supone la subsistencia parcial de la obligación primitiva, que mantiene así su vigencia individualizada hasta el momento final de producirse la compensación a resultas de la resolución”*. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...*ob. cit., pág. 561.

incardinado en el ámbito del *set-off*, pero que a diferencia del *netting* produce efectos cancelatorios y liberatorios de las obligaciones¹⁰³⁷.

Los contratos marco regulan minuciosamente la forma de cumplimiento en lo que a liquidaciones, días, horas o moneda se refiere, sin perjuicio de las adiciones que puedan ser incorporadas en los anexos o en las confirmaciones¹⁰³⁸.

Lo normal, en el supuesto de transferencias de fondos entre usuarios residentes en distintos países es pactar las compensaciones en una sola divisa.

Las obligaciones de pago son tipificadas como obligaciones de resultado en el modelo ISDA, de modo que no se entenderá satisfecha la prestación hasta que se vea cumplido el fin empírico por el cual se celebró el contrato. Así por ejemplo la simple transferencia bancaria no tiene efecto solutorio “*per se*” en el supuesto de que los fondos no se hallen a disposición del acreedor¹⁰³⁹.

Por último queremos plantearnos en defecto de pacto cuál es la legislación competente en materia de ingresos en cuenta y cuándo una transferencia en el marco

¹⁰³⁷ El *set-off* se define como «*the discharge of reciprocal obligations to the extent of the smaller obligation. It is a form of payment*». Recordando además que el «*settlement netting is different from set-off because it applies to deliveries under executory contracts still to be performed, while set-off applies to debts owing for performance already made*». WOOD, Philip R. *Set-off...* ob. cit., págs. 3 y ss. Sobre la diferencia entre *netting* y *set-off* véase MHB-Bank AG v Shanpark Ltd. (2015) EWHC 408 (Comm) de 25 de febrero de 2015. Para un estudio comparativo sobre las reglas de compensación de más de 30 países véase JOHNSTON, William; WERLEN, Thomas. *Set-off Law and Practice. An International Handbook*. Oxford: Oxford University Press, 2010, 2ª ed., 660 p.

¹⁰³⁸ SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob., cit., págs. 520-539.

¹⁰³⁹ VEGA VEGA en tales casos cita los problemas relativos a la normativa de cambios, horarios o días hábiles diferentes en distintos países, revocabilidad del ingreso... y recalca que los contratos marco permiten regular expresamente toda esta serie de implicaciones sobre los momentos y determinación de los pagos o compensación (“*lex contractus*”). Matiza que, de no regularse, habrá que estar a la solución que brinde cada ordenamiento jurídico sobre el valor solutorio del ingreso a cuenta y el momento en que la transferencia deviene irrevocable, en función de la “*lex loci executionis*”, por remisión del art. 10.1 de Convenio de Roma. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.149.

de un pago internacional¹⁰⁴⁰ deviene irrevocable; solución que pasa por la aplicabilidad del art. 10.2 del Convenio de Roma, y consiguientemente la *lex loci executionis*“.

2. Vencimiento anticipado por causas objetivas.

El vencimiento anticipado de las permutas financieras puede tener su base en la alteración de las circunstancias que determinaron el nacimiento de la relación obligatoria.

Este modo de extinción del contrato, que al efecto las partes contratantes pueden pactar como anexo, mana de las fluctuaciones en torno a los presupuestos legales o las condiciones de mercado. Tiene como regla carácter objetivo y parte de la ausencia de culpa entre usuarios finales.

Señalamos anteriormente que la terminación del swap puede ser de índole económica o jurídica. En este apartado centraremos nuestro estudio en las causas de extinción jurídicas.

2.1. Vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas contempladas en el CMOF.

¹⁰⁴⁰ Sobre pagos internacionales véase CARRASCOSA GONZÁLES, Javier. «Medios de pago internacionales». BLANCO-MORALES LIMONES, Pilar. *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, págs. 732-862. MARTÍNEZ PUÑAL, Antonio. «Los pagos internacionales ante la crisis actual. Análisis y valoración del Acuerdo para la creación de un Sistema Unitario de Compensación Regional de Pagos (SUCRE)». En Estados y organizaciones internacionales ante las nuevas crisis globales: (XXIII Jornadas ordinarias de la Asociación Española de Profesores de Derecho Internacional y Relaciones Internacionales, AEPDIRI, celebradas en la Rioja el 10, 11 y 12 de septiembre de 2009) / coord. por José Martín y Pérez de Nanclares, 2010, págs. 635-644.

Los contratos marco usan una nomenclatura dispar para aludir a esta clase de terminación contractual. Usando la rúbrica del CMOF de la AEB se habla de “*causas de vencimiento anticipado de operaciones por circunstancias objetivas sobrevenidas*” (estipulación 10). El acuerdo ISDA por su parte las califica de *termination events* [cláusula 5(b)], cuya terminología y alcance difiere de las que presentan nuestro ordenamiento jurídico, y que estudiaremos por separado.

A) *Causas*

Siguiendo el CMOF, son causas de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas: la prohibición o imposibilidad sobrevenida, el cambio en la legislación fiscal, no alcanzar los acuerdos precisos para el cumplimiento de las obligaciones adicionales derivadas de un cambio de estatus, la imposibilidad de compensación de alguna operación a través de una ECC, la obligación de compensación sobrevenida a través de una ECC sobre una operación que pertenezca a una categoría que haya sido declarada sujeta a dicha obligación de compensar con posterioridad a su celebración, y otras causas acordadas por las partes en el Anexo I¹⁰⁴¹.

Este precepto entremezcla causas de desistimiento unilateral o revocabilidad suscitado por alteraciones de carácter sustancial y supuestos de imposibilidad de cumplimiento en sentido estricto de carácter legal o técnico.

Por lo que respecta a la prohibición o imposibilidad sobrevenida, a tenor de la Estipulación 10.1 del CMOF: “*Cuando, con posterioridad a la fecha en que se haya suscrito una Operación, se modifiquen o se adopten nuevas disposiciones legales o reglamentarias aplicables a la misma o se modifique la interpretación judicial o administrativa de dichas disposiciones, de manera que resulte prohibido o imposible*

¹⁰⁴¹ Entre las novedades que incorpora el nuevo CMOF de 2013 se incluye la adición de tres nuevas causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas en relación con EMIR.

para cualquiera de las Partes y/o para sus Garantes (en adelante, la Parte Afectada), efectuar o recibir los pagos o entregas debidos en virtud de dicha Operación, cumplir otras obligaciones derivadas de la misma o cumplir las obligaciones derivadas de la Garantía.

Lo anterior no será de aplicación cuando la prohibición o imposibilidad se produzca como consecuencia del incumplimiento por alguna de las Partes y/o por sus Garantes de la obligación de mantener vigentes todas las autorizaciones necesarias para el buen fin de este Contrato, en cuyo caso, será de aplicación lo dispuesto en la Estipulación 9.2.”

Este apartado alude a la existencia de normas jurídicas o jurisprudenciales que impiden a las partes contratantes cumplir con los términos de contrato, lo cual, no incluye, obviamente las restricciones que sean producto de la falta de obtención de las autorizaciones necesarias.

Se trata de un supuesto de imposibilidad sobrevenida de cumplir con un contrato, que inicialmente válido, deviene nulo por ser contrario al Ordenamiento jurídico ex art. 6.3 C.c., o porque las prestaciones resultan legal o físicamente imposibles ex art. 1184 C.c., debiendo por ello ser interpretada de forma restrictiva¹⁰⁴².

Dicha imposibilidad, ha de ser posterior al nacimiento del contrato, pues si fuere originaria, faltaría el objeto de la relación obligatoria y el contrato sería inexistente.

Por lo demás, no debe confundirse la imposibilidad con la dificultad de poder cumplir las obligaciones, ni tampoco con la dificultad extraordinaria¹⁰⁴³, en cuyo ámbito

¹⁰⁴² Véase SSTs de 13 de marzo de 1987, 20 mayo 1997, 21 abril 2006, 13 mayo 2008... Recordemos que la imposibilidad sobrevenida de la prestación se sitúa en el C.c. dentro de las normas referentes a la extinción de las obligaciones (art. 1156 C.c.), regulando los arts. 1182-1186 C.c. el régimen jurídico de la pérdida de la cosa debida, que es la denominación bajo la cual se desarrolla el fenómeno de aquella imposibilidad.

¹⁰⁴³ Vid. SSTs de 5 de mayo de 1986, 6 octubre 1984, 20 mayo 1997... Particularmente interesante resulta la STS de 30 de abril que recoge la doctrina jurisprudencial difundida sobre la materia de la imposibilidad. En este sentido véase VIVAS TESÓN, Inmaculada. «Crisis económica y alteración

podemos situar el tenor de la Estipulación 10.2 del CMOF cuando señala que podrá tener lugar el vencimiento anticipado “*Cuando, con posterioridad a la fecha en que se haya realizado una Operación, se modifiquen o se adopten nuevas disposiciones legales o reglamentarias de carácter fiscal, como consecuencia de las cuales, la Parte y/o su/s Garante/s (la Parte Afectada) que haya de realizar los pagos deba practicar repercusiones, deducciones o retenciones por o a cuenta de un tributo o que de algún otro modo afecten sustancialmente a la Operación.*”

En este supuesto de hecho no estamos propiamente ante un caso de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas, sino más bien, ante una causa de desistimiento unilateral¹⁰⁴⁴, que permite a una de las partes apartarse del contrato si se ve sujeta a nuevas normas tributarias que “*afecten sustancialmente a la operación*”, siendo por tanto una aplicación de la doctrina de la dificultad extraordinaria de la prestación¹⁰⁴⁵.

Como novedad introduce el CMOF de 2013 tres nuevos supuestos de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas.

El primero de ello concierne a la nueva declaración de Estatus bajo EMIR conforme a la Estipulación 24 del CMOF. En base a dicha obligación, las partes deben declarar su estatus como contrapartes financieras, no financieras o contrapartes exentas (art. 24.1) En el caso de que se produzca un cambio que afecte a la veracidad o exactitud de la manifestación realizada (“Cambio de Estatus”), la Parte en cuestión deberá comunicarlo a la otra Parte con carácter inmediato y nunca más tarde del

extraordinaria de las circunstancias del contrato: ¿pacta sunt servanda?». En *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad (REDS)*, n.º 1, enero 2013, págs. 113-131.

¹⁰⁴⁴ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., págs.151-153.

¹⁰⁴⁵ Según dicha teoría, si a la prestación se oponen obstáculos extraordinarios, que sólo pueden vencerse mediante sacrificios desproporcionados o bajo graves riesgos, o violando deberes de mayor importancia, la prestación tiene que considerarse como imposible, a la luz de una consideración ética y económica. Vid. STS de 6 de octubre de 1994 [RJ 1994, 7458]. Vid. FERNÁNDEZ CAMPOS, Juan Antonio. «La imposibilidad de cumplimiento de la prestación debida». En *Anales de Derecho*. Universidad de Murcia, nº 20, 2002, págs. 35-53.

siguiente Día Hábil, por escrito y por medio de persona/s con capacidad de representación suficiente. Una vez recibida por la otra parte dicha comunicación y hasta la Fecha Límite fijada¹⁰⁴⁶ harán sus mejores esfuerzos para, de buena fe y dentro de los límites comercialmente razonables:

- (i) cumplir con las consecuencias que implicaría el Cambio de Estatus, según la Normativa Aplicable.
- (ii) en el caso de que el Cambio de Estatus de una de las partes implique que las Partes, en relación a las Operaciones Relevantes deban proceder al intercambio obligatorio de garantías previsto en la Normativa Aplicable, acordar y formalizar, antes de la Fecha Límite, Anexo III al Contrato Marco de Realización de Cesiones en Garantía.

Si no llegasen a un acuerdo sobre dicho particular, la parte que haya provocado el cambio de estatus será la parte afectada a efectos del vencimiento anticipado (Estipulación 10.3).

Las dos siguientes causas que contempla la nueva redacción conciernen a la imposibilidad de compensación de las obligaciones que estén sujetas inicialmente a dicha obligación (Estipulación 10.4) con o sin culpa de las partes contratantes o de aquellas que deban compensarse con carácter sobrevenido de conformidad con lo establecido en el art. 4 de EMIR (Estipulación 10.5).

En el primer caso si la imposibilidad de compensación resulta atribuible a una de las partes, será reputada parte afectada la otra parte, siendo ambas las partes afectadas en caso contrario.

¹⁰⁴⁶ Que se define como el día en el que finalice el plazo establecido en la Normativa Aplicable para el intercambio obligatorio de garantías previsto en la Normativa Aplicable.

Finalmente se otorga a las partes la prerrogativa de definir otras causas de vencimiento anticipado dentro de los términos de la Estipulación 10.3 CMOF¹⁰⁴⁷.

Esta facultad atribuye a las partes la posibilidad de acordar otras causas de vencimiento anticipado, pudiendo bien crear nuevas causas de vencimiento anticipado por excesiva onerosidad o bien atenuar los supuestos de caso fortuito y de fuerza mayor.

Se trata a nuestro juicio de un reconocimiento meramente formal, pues es el principio de autonomía de la voluntad el que regula los dictados de este contrato, con el debitado respeto a las normas de Derecho imperativo (art. 1255 C.c.)¹⁰⁴⁸.

B) Efectos

Los supuestos de imposibilidad sobrevenida y fortuita de la prestación presentados anteriormente, suscitan el problema de precisar qué sucede con la contraobligación, o lo que es igual, si la contraobligación se extingue de forma automática o se faculta a la contraparte que no recibe la contraprestación extinguida por imposibilidad sobrevenida solicitar su resolución en base al art. 1124 C.c.

Por una parte, una corriente doctrinal¹⁰⁴⁹ sostiene que no se deben confundir la resolución con la teoría de riesgos, pues la primera exige la concurrencia de culpa del

¹⁰⁴⁷ *“Las Partes podrán acordar en el Anexo I, otras Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Objetivas Sobrevenidas, con los efectos que se establecen en la Estipulación 11.2.”*

¹⁰⁴⁸ Sobre el valor de los pactos en los contratos marco véase SORO RUSSELL, Olivier. *Los contratos...*ob. cit.

¹⁰⁴⁹ Así CLEMENTE MEORO, Mario Enrique. *La resolución de los contratos por incumplimiento: presupuestos, efectos y resarcimiento del daño*. Barcelona: Bosch, 2009, pág. 35; FERNÁNDEZ GONZÁLEZ-REGUERAL, María Ángeles. «La resolución por incumplimiento en las obligaciones bilaterales». En *La Ley-Actualidad*, Madrid, 1998, pág. 100.

deudor incumplidor, mientras que la segunda demanda la ausencia de imputabilidad. Es por ello que el incumplimiento que conlleva la acción resolutoria ex art. 1124 C.c. debe ser culpable mientras que en los casos de imposibilidad sobrevenida se impone la aplicación de la teoría de los riesgos, en base a la cual la imposibilidad de la obligación no imputable al deudor libera a ésta de forma automática de su obligación, quedando el contrato disuelto de pleno derecho, sin necesidad de una declaración judicial¹⁰⁵⁰.

Sin embargo otro sector doctrinal¹⁰⁵¹, y así el TS¹⁰⁵² en la mayoría de sus sentencias estiman la aplicación de la acción resolutoria ex art. 1124 en los casos de imposibilidad sobrevenida de alguna de las prestaciones integrantes de una relación sinalagmática.

De este modo resulta factible instar la resolución, si bien no corresponde la indemnización de daños a cargo del incumplidor por imposibilidad sobrevenida no culpable¹⁰⁵³, no produciéndose la extinción automática.

¿Puede la parte que sufre la imposibilidad sobrevenida pedir la resolución de la obligación?

A tales efectos la jurisprudencia demanda que el actor haya cumplido o se muestre dispuesto al cumplimiento, de modo que sólo pueda instar la resolución el

¹⁰⁵⁰ Véase CALLEJO RODRÍGUEZ, Carmen «La acción ejercitada por la parte compradora para resolver el contrato por dificultades económicas». En *Actualidad Civil*, Nº 2, Sección Estudios de Jurisprudencia, febrero 2014, Tomo 1, Editorial LA LEY.

¹⁰⁵¹ ALBALADEJO GARCÍA, Manuel. *Derecho Civil*, T. II, 14.ª ed. Madrid: Edisofer, 2011, pág. 109; LACRUZ BERDEJO, José Luis et al. *Elementos de Derecho Civil*, T. II, vol. 1.º. Madrid: Dykinson, 5.ª ed., 2011, pág. 197; DÍEZ PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*, Vol. II...ob. cit., pág. 695.

¹⁰⁵² V.gr. STS de 9 de octubre de 2006.

¹⁰⁵³ «El Tribunal Supremo alude a que la resolución procede cuando se da un «hecho obstativo que de modo absoluto, definitivo e irreformable impide el cumplimiento» (SSTS de 4 de octubre de 1983 y 20 de abril de 1994, entre otras)». CALLEJO RODRÍGUEZ, Carmen. *La acción...*ob. cit.

sujeto cumplidor, bien porque cumplió con la prestación, está dispuesto a cumplirla o incumple producto del incumplimiento de la otra parte.

Esto deja a la contraparte que no puede cumplir por imposibilidad sobrevenida expuesta a la espera de que la parte cumplidora solicite la resolución de su obligación o su cumplimiento, debiendo probar las circunstancias determinantes de la imposibilidad liberatoria, lo cual a mi juicio genera grandes inconvenientes dado que en definitiva debe devolver la prestación de la contraparte; sin embargo, de haber ostentado legitimación activa para resolver podría haber evitado recibirla. Es por ello que debería iniciarse un movimiento jurisprudencial que reconozca la legitimidad activa por parte del que sufre imposibilidad sobrevenida.

Tras la concurrencia de cualquiera de las causas señaladas con anterioridad, la Estipulación 11^a de la AEB¹⁰⁵⁴ juzga oportuno establecer un sistema de negociación de buena fe previo al vencimiento, cuya duración se cifra en 8 días hábiles contabilizados desde la fecha de efectividad de la notificación enviada por la parte no afectada a la parte afectada, o viceversa¹⁰⁵⁵.

¹⁰⁵⁴ Reza su tenor que: 11.2.1.- “En el caso en que se den uno o varios de los supuestos especificados en la Estipulación Décima, las Partes procurarán, de buena fe, llegar a un acuerdo en el plazo de ocho (8) días naturales, desde la fecha de efectividad de la notificación enviada por la Parte No Afectada a la Parte Afectada, o viceversa, proponiendo la apertura de negociaciones en orden a evitar el vencimiento anticipado de las Operaciones Afectadas. 11.2.2.-Si, en el plazo de ocho (8) días naturales establecido en la Estipulación 11.2.1. las Partes no llegasen a un acuerdo, cualquiera de las Partes podrá notificar a la otra Parte el vencimiento anticipado de todas las Operaciones Afectadas que en ese momento estén en vigor entre las Partes al amparo del presente Contrato Marco, fijando al efecto, una Fecha de Vencimiento Anticipado. 11.3.-La Fecha de Vencimiento Anticipado no podrá ser anterior a la fecha de efectividad de la notificación, enviada a los efectos de esta Estipulación, con arreglo a lo establecido en la Estipulación Vigésima”.

¹⁰⁵⁵ Con la nueva versión del CMOF se reduce con ello la duración del plazo que pasa de 30 a 8 días.

Transcurrido este plazo, si no se llega a un acuerdo, a petición de cualquiera de las partes se podrán dar por vencidas todas las operaciones afectadas¹⁰⁵⁶, a la fecha que se señale, necesariamente posterior a la efectividad de la notificación¹⁰⁵⁷.

A partir de la fecha de vencimiento anticipado, quedan en suspenso las obligaciones de pago y/o entrega y se procede al cálculo de las cantidades a pagar por este vencimiento (estipulación 12ª AEB), a cuyos efectos se facilitarán los estados de cuentas correspondientes (estipulación 13ª AEB¹⁰⁵⁸).

A efectos de cálculo de las cantidades a pagar se distingue según que haya una o dos partes afectadas¹⁰⁵⁹.

En el primer caso (una parte afectada) se adoptan dos criterios de valoración¹⁰⁶⁰, usados también en los casos de vencimientos anticipados motivados por circunstancias imputables a las partes: el **criterio de valor de mercado y el criterio de valoración sustitutiva**, que tiene carácter subsidiario, y que entra en juego cuando no sea posible determinar un valor de mercado, o aun siendo posible, el resultado no fuera comercialmente aceptable. Conforme al criterio del valor de mercado, la cantidad a

¹⁰⁵⁶ Nótese que en caso de vencimiento por circunstancias imputables a las partes se darán por vencidas todas las operaciones que en ese momento estuvieran en vigor, y no sólo las operaciones afectadas.

¹⁰⁵⁷ A efectos de notificaciones téngase en cuenta la disposición vigésima del CMOF, que admite el uso de cualquier medio que permita constancias de su recepción. A tales efectos el acuerdo ISDA exige que la notificación de vencimiento anticipado se verifique por fax, no admitiéndose como medio de comunicación el correo electrónico, cuya efectividad se reduce a supuestos distintos del vencimiento anticipado. Véase secciones 5 y 6.

¹⁰⁵⁸ *“Una vez que sea efectiva la Fecha de Vencimiento Anticipado, la/s Parte/s a la/s que corresponda/n realizará/n los cálculos previstos en la Estipulación Decimocuarta y facilitará/n a la otra Parte un estado de cuentas que contenga los siguientes extremos: a) un detalle de los cálculos practicados, incluyendo las correspondientes valoraciones, especificando, en su caso, la Cantidad a Pagar, de conformidad con la Estipulación Decimocuarta. b) los datos de la/s cuenta/s en que deberá hacerse efectivo el pago de la Cantidad a Pagar”.*

¹⁰⁵⁹ Estipulación 14.2 CMOF. Véase Anexo.

¹⁰⁶⁰ Definidos en la Estipulación 14.1 por remisión ex Estipulación 14.2.1. y donde las referencias a Parte incumplidora y a Parte no incumplidora, se entenderán como referencias a Parte Afectada y a Parte no Afectada.

pagar será igual a la suma del importe de liquidación, calculado por la parte no afectada de todas las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado¹⁰⁶¹ y el equivalente en la moneda de liquidación de los importes impagados debidos a la parte no afectada menos el equivalente en la moneda de liquidación de los importes impagados debidos a la parte afectada. Conforme al criterio de valoración sustitutiva la cantidad a pagar será una cantidad equivalente al sumatorio del Valor de Mercado de aquellas Operaciones para las que haya sido posible aplicar el criterio de Valor de Mercado y de la Valoración Sustitutiva del resto de las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado, y respecto de las cuales se dé la referida circunstancia.

En el segundo supuesto (dos partes afectadas), también se aplican estos criterios valorativos (estipulación 14.2.2)¹⁰⁶², pero siguiendo diferentes criterios de valoración. Así aplicando el criterio del **valor de mercado**, cada una de las partes calculará el importe de liquidación resultante del vencimiento anticipado de las operaciones afectadas, restando el resultado más alto (obtenido por la parte X) con el más bajo (obtenido por la parte Y) y dividiendo el resultado entre dos. A ese importe, se le sumará el importe resultante de los importes impagados a la parte X, menos los importes impagados a la parte Y. Si la cantidad a pagar fuera positiva, la parte Y pagará a la parte X, y si fuera negativa, la parte X pagará el valor absoluto de esa cantidad, a la parte Y. Si una de las partes rehusare calcular dicho importe, y lo

¹⁰⁶¹ Con signo positivo si el Importe de Liquidación es a recibir por la Parte no afectada y con signo negativo en caso de que la Parte no afectada tenga que pagar a la parte afectada dicho Importe de Liquidación.

¹⁰⁶² Como postula VEGA VEGA “El criterio de valor de mercado, consiste en que ambas partes calculen el importe de la liquidación resultante del vencimiento anticipado de las operaciones afectadas. Ambas liquidaciones se restarán y el resultado se dividirá por dos, sumándosele el importe resultante de los importes pagados por una parte y restándosele los importes pagados por la otra. Si esa cantidad fuera positiva la parte cuya liquidación resultante fuera menor pagará a la contraparte, y si resultare negativa, la parte cuya liquidación hubiera sido mayor pagará el valor absoluto de esa cantidad al otro usuario final. Si se aplica el criterio de valoración sustitutiva cada parte determinará la valoración sustitutiva de la operación con vencimiento anticipado. Ambas valoraciones se restarán y se dividirá por dos. Si esa cantidad resultara positiva, la parte cuya liquidación resultante fuera menor pagará a la contraparte, y si resultare negativa, la parte cuya liquidación hubiera sido mayor pagará a la otra el valor absoluto de esa cantidad a la contraparte”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.154.

comunicare a la otra en el plazo de dos días hábiles posteriores a la fecha de vencimiento anticipado, se entenderá que se adhiere al importe de liquidación calculado y comunicado por la otra parte.

Aplicando el criterio de valoración sustitutiva, se procederá como en el caso anterior restando la valoración sustitutiva más alta (X) con la más baja (Y) y dividiendo el resultado entre dos. Si las valoraciones no fueren coincidentes y existiera una diferencia igual o mayor al 5%, las partes recurrirán a un tercero independiente para que actúe como entidad de referencia. Si no llegaran a un acuerdo sobre el nombramiento, cada parte elegirá a un tercero independiente para que entre ellos lleguen a un acuerdo y determinen la Entidad de referencia. Si la cantidad a pagar fuera positiva, la parte Y pagará a la parte X, y si fuera negativa, la parte X pagará el valor absoluto de esa cantidad, a la parte Y.

Una cuestión que suscita la aplicabilidad de los criterios citados es el de los peligros que entraña la posible oscuridad de la redacción dada a la cláusula citada o que la valoración del montante quede al arbitrio de uno de los contratantes¹⁰⁶³.

En este sentido la S. de la AP de Barcelona 275/2013 de 16 de mayo concluye que si bien en el apartado 1.1 se determina cual sería la cantidad a abonar "aplicando el criterio de valor de mercado", el sistema de cálculo que recoge dicho apartado nada tiene que ver con el "valor de mercado" pese a su anunciado¹⁰⁶⁴. Además, afirma que *la entidad bancaria se reserva la facultad de fijar ese "valor de mercado" en base a las valoraciones proporcionadas por las entidades de referencia (5) a designar por la propia entidad bancaria (página 13 del CMOF). No se trata tanto que la cantidad sea*

¹⁰⁶³ Sobre los problemas de aplicación de controles de inclusión de contratos marco véase REDONDO APARICIO, Agustín. Problemas...ob. cit.

¹⁰⁶⁴ Señala dicha Sentencia que *"En definitiva, lo que contempla es una cantidad a pagar "igual a [...] el importe de liquidación de las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado [...] y el equivalente en la moneda de liquidación (la peseta según se indica en la página 15) de los importes impagados debidos a la parte no incumplidora menos" el equivalente de los debidos a la parte incumplidora.*

indeterminada, sino que los criterios de determinación no son claros y quedan al arbitrio de la demandada.

Por lo que al criterio de valoración sustitutiva se refiere, entra en juego cuando no fuera posible determinar un "valor de mercado", (cuando en realidad no se basa realmente en criterios de valores de mercado) o *"cuando, aun siendo posible determinar un "valor de mercado", "el resultado no fuera comercialmente aceptable", sin indicar qué debe entenderse por tal. Pero además este criterio de valoración sustitutivo no es otro que "la cantidad equivalente a la valoración sustitutiva de las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado", lo que según se define en la página 17 CMOF sería las pérdidas o ganancias, calculadas en la moneda de liquidación, que la parte calcule como derivadas de ese vencimiento anticipado en los que se incluiría los conceptos que se indican en ese apartado"*.

En definitiva, el Tribunal deja sin efecto la referida cláusula por contraria al art. 1256 C.c. al quedar al arbitrio de una de las partes su concreción y desenvolvimiento y al art. 1288, al ser la oscuridad e indeterminación imputable a la parte que puede verse beneficiada por ello.

En este sentido consideramos que urge un cambio en la redacción dada a dicha estipulación en el CMOF, debiendo a nuestro juicio seguir el modelo propuesto por ISDA, el cual opta por un nuevo método de valoración conocido como "monto de cierre" (*close-out amount*) que exige llegar a un "resultado comercialmente razonable" y que se torna más efectivo antes los problemas suscitados por los métodos que le precedían¹⁰⁶⁵.

¹⁰⁶⁵ Sobre los problemas que suscitaba la aplicación de los métodos de *market quotation* y *loss*, véase HARDING, Paul C. *Mastering...*ob. cit., págs. 231 y ss. JAMES, Simon. *The Law...*ob. cit.

2.2. Termination events según ISDA.

A) Causas

Por su parte el acuerdo ISDA contempla una serie de causas de terminación no imputables a las partes, y que producirán la terminación del contrato, o facultarán a la parte afectada a solicitar el desistimiento unilateral del contrato (*termination events*) en la cláusula 5.b), cuyo rótulo comprende los siguientes casos¹⁰⁶⁶:

1. **Illegalidad sobrevenida del contrato para cualquiera de las partes o sus garantes** [sección 5(b) (i)]. Puede suceder que por razones legales o jurisprudenciales¹⁰⁶⁷ acaecidas después de la fecha de conclusión de la operación, resulte ilegal para una de las partes (parte afectada) o sus garantes (llamados Proveedor de respaldo crediticio) cumplir con cualquier obligación esencial del contrato o del documento de respaldo

¹⁰⁶⁶ Vid. ASQUITH, J.P; CUNNINGHAM D.P. *Swaps and Termination Events: Legal and Business Considerations*. Presentation at the International Swap Dealers Association Annual Meeting, Paris, 13 de marzo, 50 p. KAWA, Edmund M. A. *The Law & Practice of Offshore Banking & Finance*. Connecticut: Greenwood Press, 1996, págs. 190 y ss. HARDING, Paul C. *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): A Practical Guide for Negotiators* (2.^a ed.). New Jersey: Prentice Hall, 2004. págs. 195 y ss. FRANZEN, Dietmar. *Design of Master Agreements for OTC Derivatives*. Berlin: Springer, 2001, págs. 22 y ss.

¹⁰⁶⁷ “Illegality occurs if any change in any applicable law or in the interpretation by court of the law makes it unlawful for that party to perform its obligations. For these purposes, law is defined as any “treaty, law, rule or regulation”. Law is applicable to one of the parties if, presumably, it is part of the law of the place of incorporation of the party, the law of the place where the branch through which the deal was done is situated, or the governing law of the transaction. Further, there must be a change in the law after the transaction was entered into. For these purposes, legislation or the equivalent is clearly capable of changing the law, but section 5(b)(i) also refers to a change in the interpretation of the law by a court, tribunal or regulatory authority with competent jurisdiction.” JAMES, Simon. *The Law...ob. cit.*

crediticio relacionado¹⁰⁶⁸. Quedan excluidos de este ámbito los supuestos relativos a la falta de obtención de las autorizaciones pertinentes que pudiera afectar a una parte o su garante y que, en caso de darse, se incardinarían en los *events of default*, por incumplimiento de cualquier obligación distinta de la obligación de pago. Interesa destacar que el grupo de trabajo de ISDA ha establecido un periodo de espera, tanto en los casos de ilegalidad como de fuerza mayor, que otorgan a las partes tiempo suficiente para determinar si el evento puede ser o no solventado. En los supuestos de ilegalidad, dicho periodo de espera se cifra en tres días hábiles desde el acaecimiento del hecho¹⁰⁶⁹.

2. **Fuerza mayor** [sección 5(b) (ii)]¹⁰⁷⁰. Los casos de fuerza mayor cubren aquellos eventos que quedan fuera del control de las partes, como actos de estado, guerras, revueltas, desastres naturales, etc.¹⁰⁷¹, y que hacen la

¹⁰⁶⁸ Así “Estos eventos de terminación, escasos en la práctica, son los relativos al cambio de normas que harán ilegal las operaciones de algunos derivados”. BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit. pág. 21.

¹⁰⁶⁹ La diferente duración de los periodos de espera en los casos de ilegalidad y fuerza mayor obedece a distintos propósitos. En los casos de fuerza mayor, es posible que el evento catastrófico tenga una duración corta, de ahí el periodo de espera de ocho días, que mantiene vivas las transacciones con la esperanza de su reanudación en los mercados financieros, mientras que en los supuestos de ilegalidad, dicho periodo se reduce a tres días hábiles, ante la razonable previsión de larga duración del evento y brindando a las partes la oportunidad de encontrar soluciones alternativas a la terminación unilateral del contrato. Véase HARDING, Paul C. *Mastering...ob. cit.* págs. 195 y ss. En todo caso dichos periodos se reducirían a cero con respecto a los casos de ilegalidad o fuerza mayor que afecten a documentos de apoyo crediticio donde la entrega o pago sea requisito esencial. Vid. JAMES, Tom; FUSARO, Peter C. *Energy and Emissions Markets: Collision or Convergence*. Singapore: Wiley: 2011, 250 p.

¹⁰⁷⁰ *Force Majeure Event*, incorporada como causa de terminación tras la versión de 2002 del *ISDA Master Agreement*.

¹⁰⁷¹ Los actos que constituyen supuestos de fuerza mayor quedan bajo interpretación jurídica. “*Whether or not an event constitutes a force majeure is a matter of judicial interpretation. Consequently, the Force Majeure Working Group decided that it would be unhelpful to specify the types of events that would fall within the definition of force majeure and that it would be preferable to rely Whether or not an event constitutes a force majeure is a matter of judicial interpretation. Consequently, the Force Majeure Working Group decided that it would be unhelpful to specify the types of events that would fall within the definition of force majeure and that it would be preferable to rely*”. ISDA. *Commentary on the Form of Amendment to ISDA Master Agreements*.

ejecución del contrato imposible o impracticable¹⁰⁷². Verificado el evento, la parte afectada deberá probar que dicho evento queda fuera de su control, que no puede solventarlo adoptando todas las medidas a su alcance y que el periodo de espera de ocho días hábiles ha caducado. Tanto en los supuestos de ilegalidad como de fuerza mayor, si la oficina afectada no es la sede principal, puede exigírsele (dependiendo de que le sea aplicable la sección 10 (a) que ejecute las obligaciones en nombre de la oficina afectada, a menos que estuviera afectada también por el evento.

3. **Evento tributario** [sección 5(b) (iii)]. Incremento de la onerosidad de la permuta por razones fiscales debido a cualquier cambio en la ley fiscal sobre retención de impuestos que suceda después de que se ejecute el swap, cuando, como resultado de dicho cambio, se exigirá a alguna de las partes (la “Parte Afectada”) que eleve al íntegro o que reciba pagos netos de derivados conforme a la sección 2(d) del Contrato Marco ISDA. En dicho caso La Parte Afectada tiene el derecho de rescindir las Transacciones Afectadas. Se establece la obligación de acudir a lo dispuesto en la sección 6 que implica la transferencia de las transacciones afectadas a una tercera parte o a una oficina diferente dentro de los 20-30 días siguientes a la comunicación para evitar el “Tax Event”. Si no fuera posible, la parte afectada no puede dar por terminada la transacción afectada unilateralmente antes de los 30 días siguientes a la notificación¹⁰⁷³.
4. **Evento tributario por fusión** [sección 5(b) (iv)]. Incremento de la onerosidad de la permuta por razones fiscales o tributarias producto de una fusión. Este supuesto acaece cuando a una de las partes (parte

¹⁰⁷² HARDING, Paul C. *Mastering...ob. cit.*

¹⁰⁷³ “If a change of facts occurs at the start or during the life of the Transaction this will not give a right to trigger a Tax Event because the party concerned should have done its analysis properly in the first place and should not be able to close out as a result of its own actions of the change of facts happens later in the Transaction’s life”. HARDING, Paul C. *Mastering...ob. cit.*, pág. 201.

gravada) se le requiere para que eleve al íntegro o reciba pagos reducidos como resultado de una retención de impuestos que se aplicó porque una de las partes del contrato (parte afectada) se fusionó con otra entidad. La parte gravada tiene en tales casos, derecho a rescindir las transacciones afectadas inmediatamente previa notificación. Si la parte gravada fuese la parte afectada, la sección 6(b)(ii) restringe la capacidad de la Parte Gravada para dar por terminado el contrato, exigiéndose como condición para designar una fecha de terminación anticipada (Sección 6(b)(ii)) que la Parte Afectada haga “todo lo razonablemente posible” para transferir el Contrato a más tardar 20 días después de haber dado aviso del Evento fiscal tras fusión a la Parte no Afectada; sólo si no se ha consumado la transferencia en 30 días a partir de la fecha de aviso, la Parte Afectada podrá designar una Fecha de Terminación Anticipada¹⁰⁷⁴.

5. **Evento de crédito por fusión** [sección 5(b) (v)]. Disminución de la solvencia de la contraparte o del garante por razón de fusión o similares fenómenos¹⁰⁷⁵.
6. **Otros supuestos previstos por las partes** [sección 5(b) (vi)], especificados en el Schedule, que exigen determinar quién es la parte afectada¹⁰⁷⁶.

¹⁰⁷⁴ En los supuestos de “*tax event upon merger*”, sólo los swaps afectados pueden darse por finalizados.

¹⁰⁷⁵ ““*Credit Event Upon Merger*” occurs if one party merges with, or transfers all or substantially all of its assets to, another company and the creditworthiness of that company is materially weaker than the original party was.” JAMES, Simon. *The Law*...ob. cit. “*The Designated Event concept appears in this Section 5(a)(v) and covers a wide range of change of central events via: mergers, asset transfers, reorganizations, reincorporations and reconstitutions. Also direct or indirect changes in: beneficial ownership of equity securities with the power to elect a board majority or any other controlling ownership interest. Finally, any major change in a party’s capital or indebtedness structure*”. HARDING, Paul C. *Mastering*...ob. cit., pág. 205. Conviene recordar que es el único evento de terminación que no se aplicará a las partes a menos que éstas explícitamente lo hagan aplicable.

¹⁰⁷⁶ “*If additional termination events are specified in the schedule to the master agreement, parties can restrict the application of any of these termination events to only one of the parties. While an event of default will affect all outstanding transactions, other termination events may only affect a particular subset of transactions. Accordingly, only those transactions affected by a termination event will be terminated*”. FRANZEN, Dietmar. *Design*...ob. cit.

En estos casos se entrecruzan causas de desistimiento unilateral con supuestos de imposibilidad de cumplimiento.

Su terminología y funcionamiento distan en parte de la contenida en nuestra legislación, dada la diferencia existente con el Derecho anglosajón. Dicho esto, destacamos que cuando se de alguna de las causas de resolución anticipada mencionadas anteriormente, se deberá notificar inmediatamente a la otra parte tras su conocimiento, facilitando a ésta toda la información necesaria sobre el supuesto que haya acaecido.

Están facultadas para instar la resolución, de conformidad con la sección 6.b del acuerdo ISDA:

- a. En los casos de ilegalidad o fuerza mayor, cualquiera de las partes.
- b. En el caso de motivos fiscales, la parte afectada.
- c. En los casos de motivos fiscales como producto de una fusión, es la parte gravada, si no fuera la parte afectada (la parte que se fusiona) o la parte afectada si fuera parte gravada la que podrá instar la resolución anticipada.
- d. En los casos de resolución como producto de una fusión será la parte no afectada quien podrá solicitarla.
- e. En los casos de resolución adicional será la parte no afectada la que podrá solicitarla o bien cualquiera de las partes en caso de que existan dos partes afectadas.

En los casos de resolución producto de una fusión o en los casos de resolución adicional, todas las transacciones entre las partes se dan por finalizadas, mientras que en el resto de casos, los eventos de terminación y la resolución anticipada, afectarán

únicamente a las transacciones afectadas por ese evento¹⁰⁷⁷.

B) Efectos

Por su parte el Convenio ISDA distingue los efectos de los *terminations events* en base a las causas.

Si el evento de terminación obedece a supuestos de ilegalidad o fuerza mayor, debe transcurrir el periodo de espera designado para cada evento (3 y 8 días hábiles respectivamente) para que los pagos y entregas afectados se consideren vencidos conforme a las siguientes reglas [cláusula 5 (d)], considerándose entre tanto deferidos¹⁰⁷⁸:

- El primer día hábil, o en caso de entregas, el primer día de entrega siguiente a la terminación del periodo de espera.
- Si fuere anterior, la fecha en la que el evento o circunstancias que sean base de la ilegalidad o fuerza mayor dejaran de existir, o si dicha fecha no fuera día hábil o de entrega, el día siguiente que supusiera día hábil o de entrega.

Esta regla supone que los supuestos de ilegalidad o fuerza mayor no constituyen *termination events* a menos que el periodo de espera haya transcurrido.

Si el evento de terminación obedece a motivos fiscales, y hubiese una sola parte afectada, o si obedece a eventos fiscales por fusión y la parte gravada es la parte afectada, la parte afectada debe por todos los medios a su alcance y dentro de los 20 días siguientes (cláusula 6 (b) (ii)), intentar transferir todos los derechos y obligaciones

¹⁰⁷⁷ DEROSA, David F. *Foreign Exchange Operations: Master Trading Agreements, Settlement, and Collateral*. UK: Wiley & Sons, 2013, 416 p.

¹⁰⁷⁸ JAMES, Tom; FUSARO, Peter C. *Energy...ob. cit.*

dimanantes de la transacción afectada a alguna de las sociedades de su grupo. Si fuera viable, la contraparte deberá consentir la cesión por escrito, sin rechazar la misma sin causa justificable. Si no fuera posible, deberá notificarlo así a la contraparte¹⁰⁷⁹, que dispondrá de 30 días para intentar dicha transferencia. Si aconteciera un evento fiscal, y hubiere dos partes afectadas, cada parte deberá usar todos los medios a su alcance para adoptar un acuerdo dentro de los 30 días después de la notificación de dicho evento para eludir el evento de terminación.

Transcurridos los citados plazos, y así también para el resto de eventos, se insta a la parte afectada a notificar el acaecimiento del *Termination Event* a la otra parte lo antes posible (sección 6 (b) (i))¹⁰⁸⁰, usando todos los medios a su alcance, especificando la naturaleza del hecho y las transacciones afectadas, y proporcionando (en el caso de fuerza mayor) a la otra parte cualquier hecho relativo a la causa de fuerza mayor que a tal efecto dicha parte requiera¹⁰⁸¹. Nótese que en los supuestos de fuerza mayor la norma contempla la posibilidad de que no fuera viable realizar tal notificación.

En casos distintos de ilegalidad o por motivos fiscales, donde hubiera dos partes afectadas, se exige a las partes el uso de todos los medios a su disposición para llegar a un acuerdo dentro de los 30 días siguientes a la notificación. Si no fuera posible llegar

¹⁰⁷⁹ Vid. DAS, Satyajit. *Risk Management*. Vol. 1. Singapur: Wiley, 2006, p. 719 y ss.

¹⁰⁸⁰ Así dicha notificación debe verificarse, aunque la otra parte sea conocedora del hecho relevante. *Nueva Safim SpA v. The Sakura Bank Ltd [1998] Lloyd's Rep Bank 142, 156*. Vid. JAMES, Simon. *The law...ob. cit.* págs. 250 y ss.

¹⁰⁸¹ Vid. ROBERTS, Graham. *Law Relating to International Banking*. Abington: Woodhead, 1998, págs. 305 y ss. "*In the case of illegality, the affected party has the incentive to give notice, but there may be little to persuade an affected party on a merger to give notice as it would require it to assert that it is materially weaker credit risk than the former party, which may not be an assertion that it finds attractive to make, at least unless the only alternative is breach*". JAMES, Simon. *The law...ob. cit.* pág. 250.

a un acuerdo, y en cualquier otro caso, se deberá definir una fecha de terminación anticipada (*early termination date*) dentro de 20 días¹⁰⁸².

En los casos de ilegalidad o fuerza mayor, las partes tienen el derecho a terminar todas las transacciones afectadas, ostentando sin embargo la discrecionalidad de seleccionar las transacciones que deban terminarse.

Fijada la fecha de vencimiento anticipado (*early termination date*), el contrato vencerá por lo que a las transacciones terminadas se refiere y dejará de producir efectos, aunque la causa determinante del mismo hubiera cesado [cláusula 6 (c)]. La obligación de pago o entrega de las transacciones afectadas terminará y será reemplazada por la obligación de pagar el *close-out amount*¹⁰⁸³. Las partes deberán entonces preparar un extracto de los pagos pendientes y enviarlo a la contraparte junto con instrucciones para su pago [cláusula 6 (d)].

Si hubiere una sola parte afectada, la cantidad pagadera (*early termination amount*) se calcula de igual modo que en los *events of default* [cláusula 6 (e) (ii) (1)]. Si hubiera dos partes afectadas se aplicará la regla de la cláusula 6 (e) (ii) (2)¹⁰⁸⁴.

Para el cálculo de indemnizaciones, el ISDA Master Agreement de 2002, reemplaza el sistema del *market quotation* y del *loss*¹⁰⁸⁵ por un solo criterio de

¹⁰⁸² Quién tiene derecho a designar la fecha de terminación anticipada depende del evento de terminación. En los casos de ilegalidad o fuerza mayor cualquiera de las partes puede pedir la terminación de todas o algunas de las transacciones afectadas. Vid. para más detalle JAMES, Tom. *Energy Markets: Price Risk Management and Trading*. Singapore: Wiley, 2012, págs. 247 y ss. En los casos de eventos fiscales, queda legitimada la parte afectada. En los casos de eventos fiscales por fusión, la parte gravada. Vid. KAWW, Edmund M.A. *The Law & Practice of Offshore Banking & Finance*. Connecticut: Greenwood, 1996, págs. 190 y ss.

¹⁰⁸³ “The close-out amount is determined on the designated early termination date (which, as mentioned, could be 20 business days later) or if not commercially reasonable on any later date which is commercially reasonable”. WOOD, Philip R. Set-off...ob. cit.

¹⁰⁸⁴ En los casos de ilegalidad o fuerza mayor se especifican reglas especiales cláusula 6 (e) (ii) (3) y 6 (e) (iv).

¹⁰⁸⁵ El Convenio ISDA 1992 contenía dos formas de cálculo de indemnizaciones, imitado por el modelo AEB: el *loss*, encauzado a calcular la suma en concepto de daños y perjuicios considerando la valoración

valoración conocido como el “*close-out amount*”¹⁰⁸⁶ y que se sitúa a caballo de los dos métodos que le anteceden¹⁰⁸⁷. Para calcular el “*close-out amount*” la parte designada (*Determining Party*)¹⁰⁸⁸ define la cantidad de pérdidas o ganancias en las que se incurre o pueda incurrirse al reemplazar o proporcionar el equivalente económico de los pagos y entregas bajo una transacción terminada que hubiera sido exigida de no ser por la terminación anticipada¹⁰⁸⁹. Para ello tomará en consideración cotizaciones de terceros, datos relevantes del mercado y determinaciones internas de precios utilizadas en el

sustitutiva de las operaciones pendientes, y el *market quotation*, que parte del valor de mercado de las operaciones pendientes. Si se opta por el sistema del *market quotation*, se considera que la cantidad resultante engloba las pérdidas, y que las partes no podrán reclamar ninguna otra indemnización por pérdidas, a no ser que se pacte lo contrario. Este sistema ha producido muchos percances, pues dado que las permutas son operaciones a medida, se hace sumamente complejo calcular un valor de reemplazo. El sistema *loss*, se ha mostrado menos problemático, dado que supone un juicio ponderado de las pérdidas que debe justificarse documentalmente. Sobre cuándo se considera razonable el cálculo del *Loss* véase *Fondazione Enasarco v. Lehman Brothers Finance SA & Anor* [2015] EWHC 1307 (Ch) (12 May 2015). Sobre casos en los que la utilización del *market quotation* produce resultados irracionales vid. *Peregrine Fixed Income Limited v Robinson Department Store plc and Enron Australia Finance Pty Limited (in Liquidation) v Integral Energy Australia*.

¹⁰⁸⁶ Sobre los problemas que suscita la determinación del *close-out amount* vid. *Lehman Brothers International (Europe) (in administration) v Lehman Brothers Finance SA* ([2012] EWHC 1072 (Ch)) Sobre las debilidades del *close-out amount* vid. BRIGO, Damiano; MORINI, Massimo; PALLAVICINI, Andrea. *Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding: With Pricing Cases for all asset classes*. UK: Wiley, 2013, capítulo 14. Vid. ISDA Close-out Amount Protocol, publicado el 27 de febrero de 2009, que permite a las partes de Master Agreements cubiertos modificar los términos de dichos Master Agreements para adaptarlos al nuevo método.

¹⁰⁸⁷ GREGORY, Jon. *The Xva Challenge*...ob. cit., págs. 54 y ss. DEROSA, David F. *Foreign*...ob. cit. GOTSHALL, Weil & MANGES LLP, American Bar. *Reorganizing Failing Businesses*. Chicago: American Bar Association, 2007, págs. 20-32 y ss.

¹⁰⁸⁸ Dependiendo del tipo de evento de terminación, la parte designada (*the Determining Party*), será una o ambas partes. Si hubiera dos partes afectadas, ambas partes realizarán el cálculo del *close-out amount* calculándose después el promedio. ROSSMAN, Vladimir R. MOSKIN, Morton. *Commercial Contracts: Strategies for Drafting and Negotiating*. Nueva York: Aspen Publishers, 2012, págs. 25-19 y ss.

¹⁰⁸⁹ GOTSHAL, Weil & MANGES LLP. *Reorganizing*...ob. cit. Sobre el método de cálculo vid. DAS, Satyajit. *Risk Management*. Vol. 1. Singapur: Wiley, 2006, pág. 723. Señala MOSKIN que “*The Determining Party is required to calculate the present “economic equivalent” of the transactions documented under the ISDA Master and state this net amount as a loss (i.e. a negative amount, signaling an amount owed to it by the other party) or a gain (i.e. a positive amount signaling an amount it owes the other party)*”. ROSSMAN, Vladimir R. MOSKIN, Morton. *Commercial*...ob. cit. Vid. cláusula 14 ISDA Master Agreement. Señala JAMES que el resultado obtenido por el uso del *close-out amount* es similar al que se obtendría de aplicar el segundo método y el criterio del *market quotation* bajo ISDA 1992. JAMES, Tom. *Energy*...ob. cit., pág. 247.

curso natural de sus negocios¹⁰⁹⁰. La parte designada cuenta con una amplia discrecionalidad al seleccionar las fuentes de cotización, y en la concreción del monto de cierre, exigiéndose que actúe de buena fe y de manera comercialmente razonable. Igualmente el llamado primer método de pago¹⁰⁹¹ ha sido eliminado al ser escasamente utilizado por las partes en los *Schedules*. La determinación del *close-out amount* se verificará a partir de la fecha de terminación anticipada, o, si el resultado no fuera comercialmente razonable, a partir de la siguiente fecha comercialmente razonable. Dicha cantidad será pagadera a los dos días hábiles de la recepción del extracto de pagos pendientes en el caso de *Termination Events* o el mismo día desde la recepción, si se tratara de un *Event of Default*.

El total de las sumas del *close-out amount* y del *unpaid amount* se conoce como “*Early Termination Amount*”, siendo la cantidad neta a pagar por una parte a la otra respecto a las transacciones terminadas.

Es menester indicar el reconocimiento de la previsión de *set-off*¹⁰⁹², que faculta a la parte no afectada (sobre la condición de que todas las transacciones pendientes estuvieran finalizadas) a compensar cualquier *early termination amount* debida, con las cantidades debidas entre las partes por virtud de otros contratos [cláusula 6 (f)]. La compensación exige que el evento de terminación afecte a todas las transacciones, y puede operar sin necesidad de notificación.

¹⁰⁹⁰ Para más detalle vid. HARDING, Paul C. *Mastering...*ob. cit.

¹⁰⁹¹ El primer método, supone que la parte afectada por el *termination event* pagará a la otra la diferencia de los gastos, en función del sistema de cálculo elegido. En el caso de que la parte afectada tenga una diferencia a su favor, no pagará nada, ni recibirá nada tampoco. El segundo método, conlleva que la parte que tenga a su favor la diferencia, deberá pagar a la otra, aunque sea la parte afectada. Si ambas partes son las afectadas no se abona la diferencia en su totalidad, sino sólo la mitad. Si las partes no eligen en el *Schedule* la forma de cálculo y el método de pago, en tal caso, se entiende que optan por el sistema de *Market quotation* y por el segundo método.

¹⁰⁹² WOOD, Philip R. *Set-off...*ob cit. HARDING, Paul C. *Mastering...*ob. cit, págs. 245 y ss. ROSSMAN, Vladimir R. MOSKIN, Morton. *Commercial...*ob. cit. págs. 25.04 y ss. GREGORY, Jon. *The xVA...*ob. cit. págs. 53 y ss.

Como nota común tanto los *termination events* como los *events of default* (que veremos en el siguiente apartado), si bien expuestos a consecuencias ligeramente diferentes conllevan por igual la resolución anticipada del contrato (*early termination event*) y a la aplicación de las reglas del *close-out netting*¹⁰⁹³.

3. Resolución por incumplimiento imputable.

Los contratos marco prevén esta causa de resolución del contrato en virtud de causas imputables a las partes, con resarcimiento de daños o abono de intereses, cuya viabilidad contempla nuestro Ordenamiento Jurídico a través de la norma contenida en el art. 1124 C.c.

En sede de swap, la acción resolutoria que surge *post contractum* requiere de la presencia de una serie de requisitos¹⁰⁹⁴ que deben valorarse de forma específica y que

¹⁰⁹³ “Close-out Netting for ISDA Termination Event transactions follows the same procedures that are spelled out in the Master Agreement that would be used for Events of Default. The same is true for FXC force majeure and illegally events. The only added complexity is when there are two affected parties”. DEROSA, David F. *Foreign...ob. cit.*; HARDING, Paul C. *Mastering...ob. cit.*, pág. 97. Sobre las peculiaridades de mecanismo del *close-out netting* en el Derecho árabe para adaptarlos a los principios de la Shari`ah vid. HASSAN Kabir; MAHLKNECHT, Michael. *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*. UK: Wiley, 2011, 452 ss. EISENBERG, David. *Islamic Finance: Law and Practice*. UK: Oxford, 2012, 376 p. ERCANBRACK, Jonathan. *The Transformation of Islamic Law in Global Financial Markets*. UK: Cambridge, 2015, 424 p. CANALEJO LASARTE, Guillermo; CABELLOS BALLEENILLA, Alfredo. «Derivados de cobertura en el Mercado Financiero Islámico: El nuevo ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement». En *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 27/2010, págs. 125-128.

¹⁰⁹⁴ STS de 29 de noviembre de 1996.

influyen en las consecuencias del incumplimiento imputable por lo que al resarcimiento de daños que debe efectuar la parte que ha incumplido, se refiere¹⁰⁹⁵.

Por lo que respecta al primer problema, el art. 1124 C.c. exige la existencia de una obligación sinalagmática en la que el principio de reciprocidad esté perfectamente caracterizado¹⁰⁹⁶. Si bien este aspecto será tratado con mayor profundidad en sede de concurso, diremos que el swap presenta peculiaridades que ha llevado a cierto sector doctrinal a afirmar la inexistencia de reciprocidad funcional¹⁰⁹⁷ y que conduciría a ciertos problemas de aplicación del citado precepto¹⁰⁹⁸.

Se exige además que haya un propio y verdadero incumplimiento por uno de los contratantes de todas o algunas de las obligaciones que entran en juego, no siendo aplicable a los incumplimientos que afecten a obligaciones accesorias¹⁰⁹⁹. No obstante, tal como veremos en el siguiente apartado, el CMOF admite la resolución por incumplimiento no sólo por contravención de las obligaciones de pago o entrega (Estip. 9.1) sino de cualquier obligación derivada del contrato no subsanada en el plazo de cinco días naturales a partir de que la notificación del incumplimiento de la parte no incumplidora sea efectiva (Estip. 9.2). Dada la desproporcionalidad de dicha resolución, suele atemperarse su efecto en el contrato marco, limitando dichos efectos resolutorios

¹⁰⁹⁵ Sobre la materia véase Díez Pícazo y Ponce de León, Luis. *Los incumplimientos resolutorios*. Navarra: Thomson Civitas, Cuadernos Civitas, 2005, 107 p. Clemente Meoro, Mario Enrique. *La resolución de los contratos por incumplimiento (estudio comparativo, doctrinal y jurisprudencial del derecho inglés y del derecho español)*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1992, 337 p.; Clemente Meoro, Mario Enrique. *La facultad de resolver los contratos por incumplimiento*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1998, 758 p.; Clemente Meoro, Mario Enrique. *La resolución de los contratos por incumplimiento: presupuestos, efectos y resarcimiento del daño*. Barcelona: Bosch, 2009, 86 p.

¹⁰⁹⁶ Véase STS de 4 de enero de 1992 sobre la relación sinalagmática y STS de 17 de octubre de 2007, sobre la reciprocidad de las obligaciones.

¹⁰⁹⁷ STS de 9 de enero de 2013.

¹⁰⁹⁸ Vid. Sanjuán y Muñoz, Enrique. Sinalagma...ob. cit. Sobre el concepto de reciprocidad y la peculiaridad del swap en sede de concurso vid. Martín Molina, Pedro B. *Una revisión de la Ley Concursal y su Jurisprudencia dada por especialistas*. Madrid: Dykinson, 2014, págs. 152 y ss.

¹⁰⁹⁹ Véase STS de 31 de mayo de 2007.

al incumplimiento de alguna prestación de importancia, reputándose tal, aquella igual o superior al cinco por ciento de los recursos propios de la entidad de que se trate.

Se dice además que el mero retraso no es equivalente al incumplimiento, sobre todo si el dable apreciar circunstancias imprevistas. Sin embargo, esta afirmación merece ser objeto de puntualización para acatar la doctrina mercantilista, donde se opta por la teoría del término esencial, y en cuya virtud todo incumplimiento, aunque lleve implícito un mero retraso, es causa de resolución¹¹⁰⁰. A tales efectos la disposición tercera del contrato marco de la AEB señala que “*El plazo será esencial a todos los efectos del Contrato*”. Si consideramos las relaciones jurídicas subyacentes, nos daremos cuenta que la mora del contrato de SWAP, puede afectar significativamente a los compromisos adquiridos en virtud de las mismas, con el consiguiente perjuicio para la parte afectada¹¹⁰¹. De este modo, al no devenir aplicable el régimen de la mora, la obligación se extingue automáticamente por imposibilidad sobrevenida, con el correlativo régimen de responsabilidad. Y dado que se excluye el cumplimiento forzoso, por ser inviable, así como la acción de resolución, el acreedor ostenta una acción de reclamación por el equivalente pecuniario de la obligación. Creemos no obstante viable

¹¹⁰⁰ Dice VEGA VEGA que “*esta mora puede tener repercusiones importantes en los cumplimientos que deba hacer la parte acreedora en relación con otras operaciones subyacentes a la permuta, por ejemplo, los préstamos concertados para dicha operación. La resolución supone, en todo caso, que se haga expresa declaración de voluntad sobre ello o se ejercite la correspondiente acción judicial, ya que el usuario final no afectado por el incumplimiento puede optar por exigir el cumplimiento de la recíproca*”. VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., p.156.

¹¹⁰¹ Reza el art. 61 el C. de c. que “*No se reconocerán términos de gracia, cortesía u otros, que bajo cualquier denominación, difieran el cumplimiento de las obligaciones mercantiles, sino los que las partes hubieren prefijado en el contrato o se apoyaren en una disposición terminante de Derecho*”. Supone esta norma una derogación de la contenida en el párrafo 3º del art. 1124 del C.c. De este modo, el hecho de que no sea posible el cumplimiento extemporáneo origina una situación de imposibilidad sobrevenida, lo que excluye el cumplimiento tardío y la posible apreciación de mora. Véase DÍAZ PARDO, Gloria. «La esencialidad del término en el cumplimiento de las obligaciones». En *Actualidad Civil*, Nº 12, 2007, págs. 1404-1412. GARCÍA AMIGO, Manuel. *Teoría general de las obligaciones y contratos: lecciones de Derecho Civil II*. Madrid: McGraw-Hill, 1995, pág. 455. BARAONA GONZÁLEZ, Jorge. *El retraso en el cumplimiento de las obligaciones*. Madrid: Dykinson, 1998, pág. 82.

conceder al acreedor la potestad de exigir el cumplimiento tardío, dotándole de una acción de resolución, si el deudor se niega a cumplir¹¹⁰².

Por lo que respecta al segundo problema citado, si se solicitare el resarcimiento de daños, es necesario acreditar que éstos se han causado efectivamente. A tales efectos, las partes suelen pactar sus propias fórmulas de intereses e incluso utilizar el mecanismo de la cláusula penal para concretar los posibles efectos de esos daños (art. 56 del C. de c.). Recordemos a estos efectos que *“como regla general, y de conformidad con los contratos marco, el incumplimiento no supondrá la percepción de las diferencias netas resultantes para los vencimientos en que se devenguen las corrientes monetarias recíprocas. El montante vendrá determinado por una función de probabilidad condicional donde dos hechos, no necesariamente relacionados, deben ocurrir conjuntamente. La magnitud de esta pérdida potencial es el coste asociado al restablecimiento de los flujos de intereses, divisas o índices de la permuta. De esta forma, el montante así calculado más los daños y perjuicios o intereses de demora, o en su caso la cláusula penal, constituirían el importe total de la indemnización por incumpliendo de una de las partes¹¹⁰³”*.

Vistas estas peculiaridades queda por determinar cuándo se da un incumplimiento imputable, lo que nos lleva al siguiente apartado.

¹¹⁰² DÍAZ PARDO, Gloria. La esencialidad...ob. cit. STS de 10 de junio de 1996. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos*...ob. cit., pág. 340, distingue entre el término esencial y relativo, admitiéndose el cumplimiento tardío en el segundo supuesto. En ambos casos admite la posibilidad de ejercitar la acción resolutoria. Si la obligación está sujeta a un término esencial propio o absoluto, se producirá una resolución automática, siendo exigible la comunicación del acreedor al deudor en dicho sentido, en el supuesto de término impropio o relativo.

¹¹⁰³ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., pág. 156.

3.1. Causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las partes contempladas en el CMOF.

A) Causas

El CMOF de la AEB contempla un conjunto de causas que llevan consigo la resolución del contrato de SWAP.

Siguiendo la pauta marcada por la estipulación 9ª del CMOF de la AEB, estas causas se refieren tanto a las partes contratantes como a los garantes¹¹⁰⁴ o sus entidades especificadas.

Como primer supuesto de resolución debemos aludir al incumplimiento de las obligaciones de pago y/o entrega (estipulación 9.1)¹¹⁰⁵. Se incluye además del incumplimiento de las obligaciones de pago y/o entrega, el incumplimiento de cualquier otra obligación asumida en virtud del contrato (estipulación 9.2), siempre que no haya

¹¹⁰⁴ “El término garante aplica a cualquier persona o entidad que proporcione una garantía en nombre de una de las partes, es decir, un tercero que entregará una garantía real o personal como medio para asegurar la obligación de una de las partes del Contrato. La entrega o el otorgamiento de dicha garantía se instrumenta en un documento de garantía crediticia (Credit Support Document)”. Sobre el rol de los garantes en los eventos de terminación e incumplimiento véase BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit. págs. 23 y ss. De este modo el primer evento de incumplimiento donde encontramos a los garantes como actores relevantes es el incumplimiento bajo el soporte de crédito (Credit Support Default) que se dispara cuando se incumple un documento de garantía crediticia por parte de cualquiera de las partes o por parte de sus garantes (Sección 5(a) (iii) del Contrato ISDA). El segundo evento de incumplimiento donde es relevante el garante es ante la falsedad o inexactitud importante de alguna de las declaraciones y representaciones en el Contrato o en el documento de garantía crediticia, por una de las partes o por su garante, respectivamente (Sección 5(a)(iv) del Contrato). Su intervención también es determinante en el incumplimiento de una operación específica - 5(a)(v)-, el incumplimiento cruzado -5(a)(vi)- y en la liquidación por insolvencia -5(a)(vii)-, y que afecta no sólo a los garantes sino a las entidades especificadas.

¹¹⁰⁵ Desde el CMOF 2009 se suprime el plazo de 3 días hábiles a partir de la notificación del incumplimiento por la Parte no incumplidora sea efectiva, para la subsanación del incumplimiento.

sido subsanado en el plazo de cinco días naturales a partir de la notificación del incumplimiento, lo cual tachamos de excesivo, pues hay obligaciones accesorias que a nuestro juicio no motivan la aplicabilidad del art. 1124 del C.c.

En segundo lugar debemos aludir al incumplimiento respecto a la garantía (Estip. 9.3), que incluye no sólo el incumplimiento del garante o garantes de las obligaciones de pago y/o entrega, sino de cualesquiera otras distintas derivadas de la garantía¹¹⁰⁶.

Habla también esta estipulación de la extinción o suspensión de la garantía (no importa la causa), con anterioridad al cumplimiento o extinción de las obligaciones garantizadas, sin el consentimiento previo por escrito de la otra parte, y de la impugnación de la eficacia o validez de la garantía por una de las partes contratantes¹¹⁰⁷.

La tercera causa de resolución alude a la falsedad de las declaraciones, señalando el tenor de la estipulación 9.4 CMOF que *“La falsedad, incorrección o inexactitud de las declaraciones realizadas por una de las partes o algunos de sus garantes”* produce la resolución del contrato, habida cuenta que la inexactitud puede afectar sensiblemente la viabilidad de la operación¹¹⁰⁸. Esta causa tiene su base en las raíces del comercio, que se inspira por los dictados de la buena fe¹¹⁰⁹.

Como cuarto supuesto de resolución por incumplimiento culpable, debemos hacer mención al incumplimiento de los contratos conexos (Estip. 9.5), categoría que

¹¹⁰⁶ Desde 2009 desaparece el plazo pactado previsto en el documento de garantía, o en defecto de pacto el plazo de quince días naturales a partir de la notificación por la parte no cumplidora.

¹¹⁰⁷ Véase Estipulación 9.3 incluida en el Anexo.

¹¹⁰⁸ Sobre los supuestos de falsedad vid. SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros...* ob. cit., págs. 513-516.

¹¹⁰⁹ En la SAP Cáceres 281/2012 se abarca el tema de la buena fe, principio básico en la contratación mercantil, y empero con mayores requisitos de exigibilidad en la contratación bancaria: *«La buena fe es un canon de lealtad, rectitud, honestidad o corrección, una pauta de conducta que debe presidir el comportamiento de los contratantes a través de un conjunto de reglas no escritas pero conocidas por todos, que generan una confianza en que el otro contratante actuará con la misma honestidad y lealtad (...)»*.

incluye tanto el incumplimiento de los llamados contratos financieros determinados, como el incumplimiento cruzado.

En el primer caso, debemos definir qué se entiende por contrato financiero determinado, siendo aquel que comprende las operaciones de la misma o similar naturaleza a las reguladas por el CMOF, no expresamente amparadas en el mismo, hayan sido o no contratadas con anterioridad al Contrato Marco.

En efecto, los contratos Swaps suelen estipularse conjuntamente con otros contratos, de cuyo cumplimiento depende el cumplimiento definitivo y perfecto del contrato de permuta financiera, pues claramente alude la estipulación 9.5, a aquellos contratos cuyo incumplimiento *“diera lugar a la resolución o vencimiento anticipado de las obligaciones contraídas en virtud del Contrato Financiero Determinado”*. Este incumplimiento puede provenir de cualquiera de las Partes, sus Garantes o de cualquiera de sus Entidades Especificadas.

Un aspecto que merece ser destacado a propósito de este tipo de incumplimiento consiste en el interés de las partes de evitar lo que se ha descrito como un *“colapso inadvertido de todas sus relaciones contractuales”*¹¹¹⁰ el cual puede ocurrir en el caso de que la terminación o incumplimiento de una operación pueda ejercer un efecto dominó generando terminaciones anticipadas de todos sus contratos.

En la práctica este efecto se puede evitar, a través de tres tácticas:

1. ° A través de una cláusula que establezca un período de gracia de tres días hábiles para subsumir el evento de incumplimiento con respecto a cualquier transacción de derivados OTC que no disponga de dicha prerrogativa¹¹¹¹.

¹¹¹⁰ Véase ISDA 2003.

¹¹¹¹ En la versión 2002 del Contrato ISDA esta disposición se ha eliminado en algunos eventos y se ha reducido a un día para el caso de incumplimientos de no pago. BOADA MORALES, Sebastián. *Documentación...ob. cit.*

2. ° A través de la inclusión en el Suplemento de una disposición que excluya los “incumplimientos técnicos”¹¹¹² producto de errores administrativos, o similares, siempre y cuando sean subsanados dentro de un período razonable¹¹¹³.

3. ° Y finalmente a través de la exclusión de los mini-close-outs, que no son sino liquidaciones anticipadas bajo otros contratos marco, instrumentando diversas operaciones entre las partes.

En segundo lugar, el incumplimiento cruzado (*cross default*)¹¹¹⁴ es el que alude al incumplimiento de los contratos que contengan obligaciones económicas derivadas de operaciones de pasivo, tales como préstamos o créditos recibidos y depósitos tomados, ya sean obligaciones presentes o futuras, ya sean obligaciones principales o accesorias, garantías o de cualquier otro tipo, siempre que:

-Tales deudas devengan exigibles con anterioridad a lo pactado, en cuantía igual o superior a lo especificado por las partes en el Anexo I.

-O se incumplan a su vencimiento las obligaciones de pago contraídas en virtud de dichos contratos, en cantidades que, individual o conjuntamente consideradas, sean iguales o superiores al Importe Máximo especificado en el Anexo I.

¹¹¹² “En la práctica contractual anglosajona se conoce como *technical defaults* aquellos incumplimientos que no se dan en las principales obligaciones del contrato, como hacer los pagos debidos en las fechas estipuladas, sino por cuestiones técnicas o administrativas, como no proporcionar los estados financieros propios a la contraparte dentro del término previsto para ello”. BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit., pág. 44.

¹¹¹³ De este modo, los incumplimientos “en el pago o entrega que sean de naturaleza administrativa o que sean producto de errores de procedimiento generalmente no están relacionados con la solvencia crediticia de una parte y no deberían resultar en un Evento de Incumplimiento bajo el Contrato Marco ISDA”. BENDER, Seth Philip. *Negotiating Skills for the ISDA Master Agreement: The Essential Playbook for Over-the-Counter Derivatives*. Pearson Education Inc.: New Jersey, 2011, pág. 25

¹¹¹⁴ *Cross Default* en el ISDA (Sección 5(a) (vi)). El concepto de incumplimiento cruzado trata de evitar que un prestamista se vea obligado a mantenerse inactivo, aguardando a que el prestatario incumpla su crédito, mientras que otro acreedor de su prestatario persigue sus activos o mientras que el negocio de su prestatario se ve influido por la terminación o modificación de otro contrato que tuviera. Véase DUBLIN, B. A.; LANEY, D. M. Basic Pro-visions: Events of Default and Remedies. En *Commercial Loan Documentation Guide*, 2002.

Por último, una de las incógnitas que plantea la alegación del *Cross default*, es la concerniente a la valoración de los niveles de pérdida de solvencia, que han de catalogarse como relevantes para ejercitar esta causa de resolución del contrato. A dichos efectos, resulta esencial que los *Schedules* fijen cifras objetivas que permitan concretar el acontecimiento de este hecho¹¹¹⁵.

El quinto supuesto de resolución atiende a las situaciones de insolvencia (Estip. 9.7) y a la disminución de la solvencia económica de las partes, señalando al efecto la Estip. 9.9. CMOF que cuando la solvencia de una de las Partes y/o de cualquiera de sus Garantes y/o cualquiera de sus Entidades Especificadas, se vea reducida sustancialmente como consecuencia de su participación, en una operación de fusión¹¹¹⁶, escisión¹¹¹⁷ o cesión de activos y/o pasivos¹¹¹⁸ podrá tener lugar la resolución del contrato¹¹¹⁹.

¹¹¹⁵ *“En este sentido, son diversas las modalidades de cláusula existentes en la práctica contractual, sin perjuicio de lo cual, en términos generales, pueden reconducirse a tres grandes modalidades, no siempre de fácil comprensión, en función de que la activación de la cláusula de incumplimiento cruzado tenga por causa de (i) deudas a cargo de la contrapartida por importe superior a una cantidad determinada (threshold amount, también denominada de minimis threshold), (ii) incumplimientos realizados por la contraparte en relaciones obligatorias de determinada naturaleza e (iii) incumplimientos realizados por la contraparte en relaciones obligatorias de cualquier tipo”.* SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados...* ob. cit., págs. 519-520.

¹¹¹⁶ Si bien la Ley de Sociedades Anónimas carece de una definición de fusión, podemos encontrar un concepto legal en la Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, cuyo art. 22 reza: *«En virtud de la fusión, dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen de acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan».* Así *«el elemento clave de este concepto es la noción de «integración» de varias sociedades en una única sociedad, de manera que lo propio de la fusión es la unificación de sociedades: de dos o más sociedades resulta una sola. Ello supone a su vez que al menos una de las sociedades afectadas debe desaparecer y por tanto extinguirse como entidad jurídica».* GONZÁLEZ MENESES, Manuel; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo. *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*. Madrid: Dykinson, 2013, p. 120.

¹¹¹⁷ La Ley 3/2009 dedica su Título III a la escisión (arts. 68 a 80), contando con dos capítulos: el primero versa sobre las disposiciones generales, definiendo los distintos supuestos de escisión y precisando los efectos fundamentales de la operación; y el segundo, establece el régimen legal de la misma. Por lo que al concepto legal se refiere, a las tradicionales figuras de la escisión total y la escisión parcial, se suma como modalidad de escisión una operación que la ley llama «segregación» y, además, en el art. 72 se

El sexto supuesto alude al rechazo, falta de reconocimiento, cuestionamiento o impugnación por cualquiera de las partes y/o de los garantes de la existencia, efectividad, validez o aplicabilidad del Contrato Marco o sus términos, así como de cualquiera de las Operaciones contratadas (Estip. 9.8).

En séptimo lugar debemos aludir a la extinción de la personalidad jurídica, y al cambio en el objeto social o del estatuto jurídico.

A tenor de la disposición 9.10 del CMOF tendrá lugar la resolución anticipada por *“extinción de la personalidad jurídica, cambio sustancial en el objeto social que implique*

prevé la aplicación de las normas de la escisión «en cuanto procedan» a la «constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio». De este modo en sus arts. 69 y 70 indica que *«Se entiende por escisión total la extinción de una sociedad, con división de todo su patrimonio en dos o más partes, cada una de las cuales se transmite en bloque por sucesión universal a una sociedad de nueva creación o es absorbida por una sociedad ya existente, recibiendo los socios un número de acciones, participaciones o cuotas de las sociedades beneficiarias proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde.»* *«Se entiende por escisión parcial el traspaso en bloque por sucesión universal de una o varias partes del patrimonio de una sociedad, cada una de las cuales forme una unidad económica, a una o varias sociedades de nueva creación o ya existentes, recibiendo los socios de la sociedad que se escinde un número de acciones, participaciones o cuotas sociales de las sociedades beneficiarias de la escisión proporcional a su respectiva participación en la sociedad que se escinde y reduciendo ésta el capital social en la cuantía necesaria.»* Véase el capítulo destinado a la escisión en GONZÁLEZ MENESES, Manuel; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo. *Modificaciones...ob. cit. págs. 307-390.*

¹¹¹⁸ El título IV de la Ley 3/2009 se consagra a la «modificación estructural» denominada «cesión global de activo y pasivo» señalando su art. 81 que *«Una sociedad inscrita podrá transmitir en bloque todo su patrimonio por sucesión universal, a uno o a varios socios o terceros, a cambio de una contraprestación que no podrá consistir en acciones, participaciones o cuotas de socio del cesionario».* En el siguiente apartado de este mismo artículo la Ley nos dice que *«La sociedad cedente quedará extinguida si la contraprestación fuese recibida total y directamente por los socios. En todo caso, la contraprestación que reciba cada socio deberá respetar las normas aplicables a la cuota de liquidación».* *«Por tanto, ahora la extinción de la sociedad cedente no es algo necesario de la operación, sino una simple posibilidad, cuando se decide que la contraprestación recibida por la cesión se reparta directamente entre los socios de la cedente, en cuyo caso la cesión global operaría como una forma abreviada de liquidación social. Pero, como decimos, cesión global y liquidación de la sociedad no son ahora dos conceptos que vayan necesariamente unidos».* GONZÁLEZ MENESES, Manuel; ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, Segismundo. *Modificaciones...ob. cit. pág. 401.*

¹¹¹⁹ Los principales problemas que plantea esta causa de resolución derivan de la valoración de los niveles de pérdida de insolvencia (cross default) a cuyos efectos resulta esencial que los *schedules* definan cifras concretas. Vid en este sentido VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial...ob. cit., p.319.* SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros...ob. cit., págs. 516-520.*

la modificación de la actividad o negocios propios del objeto social actual o cambio de la naturaleza o estatuto jurídico de una de las Partes, de cualquiera de sus Garantes, o de cualquiera de sus Entidades Especificadas por alguna causa distinta de las enumeradas en el apartado anterior”.

El fundamento de esta causa de resolución, se basa en la imposibilidad imputable a una de las partes de cumplir con el contrato en sus justos términos.

Esta estipulación parece indiciaria de un “*intuitu personae*”¹¹²⁰, argumento que a nuestro juicio no se sostiene, pues no se prevé la finalización del contrato por fallecimiento de uno de los contratantes, ni siquiera como causa objetiva¹¹²¹. Además, en caso de que se estipule como causa de resolución, no estamos ante una causa imputable, y no es por sí misma una causa de extinción contractual pues como reza el art. 1257 del C.c. *Los contratos sólo producen efecto entre las partes que los otorgan y sus herederos*. Otro aspecto a considerar es que cuando concurre el “*intuitu personae*”, se admite el desistimiento unilateral, con indemnización de daños y perjuicios¹¹²² salvo causa justificada, elemento que falta en el swap¹¹²³.

En octavo lugar se cita la disolución de la sociedad, señalando al efecto la disposición 9.10 del CMOF, que es causa de resolución, la solicitud o adopción de un acuerdo de disolución de una de las Partes, sus Garantes o de cualquiera de sus Entidades Especificadas.

¹¹²⁰ Son contratos *intuitu personae* los contratos celebrados sobre la base de que la identidad de al menos una de las partes contratantes es esencial para la formación y ejecución del contrato. La identidad de la parte contratante puede relacionarse con factores subjetivos (por ejemplo, la confianza) como así también con parámetros objetivos tales como sus capacidades técnicas, comerciales o financieras. Véase *Cláusulas de cesión*. Estudios y Comentarios Legislativos. Estudios y Comentarios Legislativos. La redacción de contratos internacionales. Análisis de causas. BIB 2013\1968.

¹¹²¹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., p.158.

¹¹²² SSTs de 6-10-1989; 30-3-1992; 11-5-1993; 20-6-1995; 12-5-1997; 25-3-1998; 24- 6-2010, entre otras.

¹¹²³ Sentencia núm. 254/2012 de 4 julio de la Audiencia Provincial de Murcia (secc. 5ª). JUR 2012\276531.

En último término se debe hacer alusión a otras causas que al efecto las partes acuerden como causas de vencimiento anticipado distintas de las señaladas, y que al efecto recoge el CMOF, consolidando el hecho ya de por sí evidente, de que las referidas causas de la disposición 9ª no son *numerus clausus*. Así *“las Partes podrán acordar en el Anexo I otras Causas de Vencimiento Anticipado por Circunstancias Imputables a las Partes, con los efectos que se establecen en la Estipulación 11.1”*.

¿Cuándo se da por vencido el contrato? A partir de la efectividad de la declaración de resolución por una de las partes, cuya posibilidad de articula en base al incumplimiento.

En el CMOF de la AEB, la disposición 11.1 prevé que la parte cumplidora podrá notificar a la incumplidora, una fecha de vencimiento anticipado de todas las operaciones que estén en vigor entre las partes contratantes.

B) Efectos

Una vez resuelto en contrato, debemos estudiar cuáles son los efectos inherentes a la resolución.

En nuestro Ordenamiento Jurídico, además de la norma contenida en el art. 1124 de C.c., puede hacerse uso de clausula penal ex art. 56 de C. de c¹¹²⁴.

Si bien algunos autores sostienen que este artículo no admite pacto en contra¹¹²⁵, esta solución no nos parece viable, toda vez que tal posibilidad se admite en el ámbito de la legislación civil ex art. 1153 C.c. cuya normativa rige con carácter subsidiario¹¹²⁶.

¹¹²⁴A cuyo tenor *“En el contrato mercantil en que se fijare pena de indemnización contra el que no lo cumpliera, la parte perjudicada podrá exigir el cumplimiento del contrato por los medios de derecho o la pena prescrita; pero utilizando una de estas dos acciones quedará extinguida la otra, a no mediar pacto en contrario”*.

Una vez se origina la causa de resolución del contrato imputable a una de las partes, se dispone de un mecanismo de notificación del vencimiento anticipado del contrato que la parte cumplidora podrá dirigir a la incumplidora de todas las operaciones que en ese momento estén en vigor entre las partes al amparo del contrato marco, fijando la fecha de vencimiento anticipado. A partir de dicha fecha, quedarán en suspenso las obligaciones de pago y/o entrega ex Estipulación 3.1 y se procederá al cálculo de la cantidad a pagar derivada del vencimiento anticipado.

De igual modo que para las causas de vencimiento por causa objetiva, dos son los criterios que se barajan para el cálculo de las cantidades a pagar: el **criterio de valor de mercado**¹¹²⁷ y el **criterio de valoración sustitutiva**, que tiene carácter subsidiario, y que entra en juego cuando no sea posible determinar un valor de mercado, o aun siendo posible, el resultado no fuera comercialmente aceptable¹¹²⁸. Ambos criterios son los mismos que los definidos a propósito de las causas de vencimiento anticipado por circunstancias objetivas sobrevenidas cuando hubiere sólo una parte afectada.

Aplicando el **criterio de valor de mercado** la cantidad a pagar será igual al importe de liquidación calculado por la parte no cumplidora de todas las operaciones

¹¹²⁵ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos...* ob. cit., p. 360.

¹¹²⁶ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., págs.159 y 160.

¹¹²⁷ 14.1.1. “La Cantidad a Pagar será igual a: a) la suma del Importe de Liquidación (calculado por la Parte no incumplidora) de todas las Operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado (con signo positivo si el Importe de Liquidación es a recibir por la Parte no incumplidora y con signo negativo en caso de que la Parte no incumplidora tenga que pagar a la incumplidora dicho Importe de Liquidación) y el equivalente en la Moneda de Liquidación de los importes Impagados debidos a la Parte no incumplidora, menos b) el equivalente en la Moneda de Liquidación de los Importes Impagados debidos a la Parte incumplidora”.

¹¹²⁸ En este caso “la Cantidad a Pagar será una cantidad equivalente a la Valoración Sustitutiva de las Operaciones, cuyo vencimiento se haya anticipado, y respecto de las cuales no sea posible determinar un Valor de Mercado”. (14.1.2).

cuyo vencimiento se haya anticipado¹¹²⁹ y el equivalente en la moneda de liquidación de los importes impagados debidos a la parte no incumplidora menos el equivalente en la moneda de liquidación de los importes impagados debidos a la parte incumplidora.

Si no fuere posible aplicar el criterio anterior respecto a una o varias operaciones, la cantidad a pagar será una cantidad equivalente a la suma del valor de mercado de las operaciones para las que haya sido posible aplicar dicho criterio y de la valoración sustitutiva del resto de las operaciones cuyo vencimiento se haya anticipado.

A las cantidades así obtenidas “se sumarán, en su caso, las cantidades pendientes de pago por la Parte incumplidora, (incluyendo los intereses devengados al Tipo de Interés Aplicable), y se le restará las cantidades pendientes de pago por la Parte no incumplidora (incluyendo los intereses devengados al Tipo de Interés Aplicable), por Operaciones amparadas por el Contrato Marco que, vencidas por causas diferentes a las de Vencimiento Anticipado, estuviesen pendientes de pago a la Fecha de Vencimiento Anticipado. Si la Cantidad a Pagar resultante fuera positiva, la Parte incumplidora pagará a la Parte no incumplidora; por el contrario, si la Cantidad a Pagar resultante fuera negativa, la Parte no incumplidora pagará el valor absoluto de esa cantidad a la Parte incumplidora” (Estip. 14.1.3 CMOF).

Además “serán de cuenta de aquella Parte que haya incumplido sus obligaciones derivadas del Contrato, todos los gastos, incluidos los de valoración y tributarios, en que haya incurrido la otra Parte, como consecuencia de la defensa y/o ejecución de sus derechos en virtud del Contrato, de la Garantía o del vencimiento anticipado de cualquier Operación, incluyendo expresamente los honorarios profesionales de abogados, procuradores, peritos y, en su caso, fedatarios públicos o cualquier otro gasto que pudiera devengarse” (Estip. 19 CMOF).

¹¹²⁹ Con signo positivo si el Importe de Liquidación es a recibir por la Parte no incumplidora y con signo negativo en caso de que la Parte no incumplidora tenga que pagar a la incumplidora dicho Importe de Liquidación.

3.2. Events of default según ISDA.

A) Causas

Por otro lado, el convenio ISDA regula las causas de resolución por incumplimiento dentro de la rúbrica *events of default*¹¹³⁰ en términos análogos a los que ya hemos estudiado.

Se incluyen:

- **El incumplimiento de las obligaciones de pago o entrega (*failure to pay or deliver*, [sección 5 (a) (i)],** si dicho incumplimiento no se solventare dentro del periodo de un día hábil siguiente¹¹³¹ a la notificación de la parte no incumplidora¹¹³². Si una de las partes hace la entrega, pero la otra parte se niega a aceptarla o hacer el pago, no queda claro si dicha negativa, supone un incumplimiento de la obligación de pago ex sección 5

¹¹³⁰ HARDING, Paul C. *Mastering*...ob. cit., section 5. WOOD, Philip R. *Set-off*...ob cit.

¹¹³¹ Se distingue entre "Local Business Day" para pagos y "Local Delivery Day" para entregas. Señala HARDING que el " *Local Delivery Day*" *is a new term in the 2002 Agreement and covers the position that a day might be a Local Business Day for commercial Banks and foreign Exchange markets but delivery of assets such as securities might not be possible on that day perhaps because of settlement system problems outside the delivering party's control*". En 1992 el periodo de gracia se cifraba en 3 días hábiles, pero debido a los acontecimientos producidos en Asia y Rusia durante la crisis de 1997 y 1998 los *market players* consignaron que dicho periodo era demasiado extenso. Vid. HARDING, Paul C. *Mastering*...ob. cit. Se incluye el incumplimiento de hacer efectivo el pago de los intereses o sumas adicionales que requiera la contraparte en compensación por la demora incurrida en hacer efectivo el pago o entrega.

¹¹³² JAMES matiza que el incumplimiento sin más de la obligación de pago o entrega supone un incumplimiento del contrato, pero no constituye un *event of default* sin la oportuna notificación. JAMES, Simon. *The law*...ob cit., pág. 235.

(a) (i) o supone un incumplimiento del contrato ex sección 5 (a) (ii)¹¹³³, pareciendo más factible que constituya un incumplimiento de la obligación de pago. Por otro lado algunas partes excluyen de este supuesto los pagos o entregas atrasadas debidas a errores administrativos o por razones técnicas, pudiendo sin embargo ser difícil para la parte no incumplidora indicar lo contrario¹¹³⁴.

- **Ruptura o repudiación del contrato [cláusula 5 (a) (ii)].** Esta causa incluye incumplimientos de obligaciones distintas del pago o entrega no subsanadas dentro del periodo de gracia de 30 días después de la notificación de la parte *in bonis* y el rechazo en todo o parte o impugnaciones de la validez del Master Agreement, o cualquier Confirmación o Transacción¹¹³⁵.
- **La ineficacia sobrevenida de las garantías contractuales otorgadas al celebrarse el contrato marco,** siguiendo las reglas de la cláusula 5 (a) (iii).
- **Misrepresentation [cláusula 5 (a) (iv)].** Falsedad o inexactitud con relevancia de alguna de las declaraciones y representaciones en el Contrato o en el documento de garantía crediticia, por una de las partes, o su garante, respectivamente¹¹³⁶.
- **La existencia de algún otro incumplimiento previamente especificado,** y calificado como *event of default*, de acuerdo con la

¹¹³³ JAMES, Simon. *The law...* ob cit., pág. 235.

¹¹³⁴ WOOD, Philip R. *Set-off...* ob. cit.

¹¹³⁵ Señala WOOD que “*a repudiation by insolvency administrator is caught. Failure to give notice of a termination event is excluded from this default because it will normally result in a termination. Failure to supply an agreed tax form is also excluded because the defaulter will often as consequence loses the gross-up protection-this is considered a sufficient penalty*”. WOOD, Philip R. *Set-off...* ob. cit.

¹¹³⁶ En el derecho anglosajón la falsedad, inexactitud o error sobre la representación de los términos del contrato se conoce como *misrepresentation*. Vid. *St. Matthew's Baptist Church v. Wachovia Bank National Association*, No. Civ. A. 04-4540 (FLW). GREENE, Edward F. *U.S. Regulation of the Internal Securities and Derivatives Markets*. Nueva York: Wolters Kluwer, 2015, págs. 182 y ss.

cláusula 5(a) (v) y el **acaecimiento del pacto de Cross-Default**¹¹³⁷, que *consiste básicamente en especificar una serie de deudas cuyo incumplimiento o resolución anticipada constituye el incumplimiento cruzado; o establecer una cantidad máxima, de modo que si se producen impagos por un montante total superior se integra igualmente el incumplimiento cruzado*¹¹³⁸. ISDA 2002 ha ampliado la definición de las transacciones específicas cuyo incumplimiento motiva la resolución y reduce de tres a un día hábil la notificación para su efectividad. Este es el motivo por el cual, los modelos, facultan a las partes contratantes para concretar las situaciones de insolvencia que serán objeto de consideración, el nivel de insolvencia mínimo relevante y su extensión a otras entidades con vínculos con las partes. Este apartado plantea el problema de valorar los niveles de pérdida de insolvencia determinantes para el ejercicio de la acción de resolución y a cuyos efectos las partes deben establecer en los *Schedules* los datos más concretos posibles para facilitar su aplicación¹¹³⁹.

¹¹³⁷ Señala en efecto WOOD, que las circunstancias contempladas en la cláusula 5 (a) (v) y (vi) son básicamente casos de *cross-defaults*. Indicando los contratiempos del uso de esta cláusula dado que “*a common consequences of the cross-default is that its exercise by termination may have such adverse consequences for an obligor that no creditor dare use it since everybody will then have to.*” WOOD, Philip R. *Set-off...*ob. cit.

¹¹³⁸ *Se trata de algo parecido a una cesación de pagos -o al menos de ciertos pagos- generalizado.* CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos...*ob. cit., p. 1069.

¹¹³⁹ Sobre los diferentes alcances del *cross-default* bajo ISDA 1992 y 2002 vid. HARDING, Paul C. *Mastering...*ob. cit., págs.187 y ss. Sobre la notificación de resolución con arreglo a ISDA vid también *Abu Dhabi Commercial Bank (ADCB) v. Saad Trading, Contracting and Financial Services Company (Saad)* [2010] EWHC. CHARLES, GuyLaine. «The ISDA Master Agreement –Part II: Negotiated Provisions». En *Practical Compliance & Risk Management for the securities industry*, mayo-junio 2012, págs. 35 y ss.

- **La declaración de quiebra o el inicio de procedimientos concursales similares** respecto de las partes [cláusula 5 (a) (vii)]¹¹⁴⁰, y con un plazo de gracia de 15 días¹¹⁴¹.
- **La desaparición de alguna de las partes, ya sea por fusión o por causa análoga**, sin que se produzca la asunción de SWAP o se permita la eficacia de las garantías contractuales [cláusula 5(a) (viii)]¹¹⁴².

Estas dos últimas causas remiten a la legislación de la quiebra¹¹⁴³ y al funcionamiento de la fusión.

Por lo demás, debemos traer a colación que los *events of default* se refieren al contrato marco y afectan a la totalidad de operaciones concluidas a su amparo¹¹⁴⁴.

B) Efectos

Por lo que a los efectos de los *events of default* se refiere, si las partes hubiesen especificado en el *Schedule* cláusulas de rescisión automática (*automatic early termination*), así se procederá con respecto a todas las transacciones pendientes

¹¹⁴⁰ En tales casos debemos resaltar que “*los negociadores del Contrato deben tener muy claro que la ley de fondo que aplica al contrato (ley del Estado de Nueva York o ley de Inglaterra y Gales), no será la ley aplicable a la insolvencia o quiebra de alguna de sus partes que se encuentre domiciliada en una jurisdicción distinta*”. BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit., pág. 23.

¹¹⁴¹ “*This shortish period is a compromise between the need to protect the party concerned and the need of the other to act quickly*”. WOOD, Philip R. *Set-off*...ob. cit. Vid. WOOD, Philip R. *Principles of International Insolvency* (Law and Practice of International Finance Series). UK: Sweet & Maxwell, 2007, 1064 p.

¹¹⁴² Este supuesto está íntimamente ligado al tema de la calificación crediticia de las partes, que impactará en todas las operaciones de derivados entre las partes, de ahí que sea corriente incluir qué se entiende por disminución de la calificación crediticia. Véase HARDIN, Paul C. *Mastering*...ob. cit.

¹¹⁴³ Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

¹¹⁴⁴ ROSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos*...ob. cit., p. 360.

especificadas en la sección 5 (a)(vii) (1),(3),(5), (6), [cláusula 6 (a)]¹¹⁴⁵. Si no existiera tal pacto, la parte no incumplidora (*the “non-defaulting party”*) puede notificar tras un plazo máximo de 20 días a la parte incumplidora, una fecha de vencimiento anticipado (*early termination date*) de todas las transacciones pendientes, que no anteceda a la fecha de notificación efectiva. Dicha notificación conlleva, al igual que en los *Termination events* la extinción de las obligaciones de pago o entrega ex secciones 2(a) o 9(h) (i), sin que se extinga el contrato *per se*¹¹⁴⁶.

Téngase en cuenta que si el *event of default* que afecte a una parte es sanado antes de que se verifique la notificación, la parte no incumplidora pierde su derecho a notificar la terminación ex cláusula 6 (d) (i). Una vez efectuada la notificación la parte incumplidora no puede sanar el evento.

La fecha de vencimiento anticipado desencadena tres efectos: a) La terminación de todas las transacciones entre las partes en la fecha de terminación. B) El inicio del procedimiento de determinación del pago conforme al criterio del *close-out amount*, que ya hemos estudiado en los *Termination events*. C) Y finalmente el pago de una parte a la otra.

La concreción de daños por terminación anticipada sigue la misma metodología que la referida a los supuestos de *termination events* donde hubiera una sola parte afectada. Esto es, la cantidad por vencimiento anticipado (*early termination amount*)

¹¹⁴⁵ Se trata de supuestos de insolvencia. Pone de relieve JAMES que este sistema tiene la ventaja de evitar los retrasos que la notificación podría conllevar. Como desventaja cita el hecho de que el *event of default* puede suceder sin que la parte inocente tenga la oportunidad de decidir si quiere o si le interesa, terminar todas las transacciones sujetas al *Master agreement*. Este sistema puede ser necesario para asegurar la exigibilidad del sistema de *close-out* en caso de bancarrota. Vid. JAMES, Simon. *The law...*ob. cit, págs. 239 y ss. Sobre los medios de defensa de la parte no incumplidora en caso de terminación automática por insolvencia vid. Capítulo 8 de HARDING, Paul C. *Mastering...*ob. cit.

¹¹⁴⁶ HARDING, Paul C. *Mastering...*ob cit. “*Payments or deliveries that would have been due on dates after the termination notice takes effect but on or before the Early Termination Date (as well as any obligations that did not become payable or deliverable because of the failure to satisfy all conditions precedent are included in the definition of Unpaid Amounts and are therefore include in the Early Termination Amount, a new shorthand term describing the total settlement amount payable under Section 6(e)*”. Vid. las obligaciones que subsisten ex sección 9(d).

será igual a la suma neta del equivalente en la moneda pactada del *close-out amount* o *amounts* (sean positivas o negativas) determinadas por la parte no incumplidora para cada transacción terminada o grupo de ellas en su caso, sumado al valor del equivalente en la moneda pactada de las cantidades impagadas debidas por la parte cumplidora menos las debidas por la parte incumplidora¹¹⁴⁷. Si la cantidad fuera positiva, la parte incumplidora deberá pagar a la parte cumplidora. En caso contrario, la parte no incumplidora deberá pagar el valor absoluto de la cantidad por vencimiento anticipado [cláusula 6 (e) (i)]¹¹⁴⁸.

La previsión del *set-off*¹¹⁴⁹ se aplica también en los *Events of Default* [sección 6 (f)]¹¹⁵⁰ respecto de la parte no incumplidora, sobre la base de la terminación de todas las transacciones vencidas¹¹⁵¹.

Son muchas las jurisdicciones sobre insolvencia que aplazan la anulación de los derechos contractuales para rescindir contratos pendientes de ejecución. En tales

¹¹⁴⁷ “*There is a close-out amount for each transaction (a loss or a gain) and the net sum after putting these all together is the early termination sum—the netted balance*”. WOOD, Philip R. *Sett-off...*ob. cit.

¹¹⁴⁸ “*Where the bankruptcy filing of a party is the precipitating event of default triggering termination payments under the swap, the one-way settlement provisions under the pre-2002 versions of the ISDA Master Agreement come squarely into conflict with the commercial reasonableness requirements of the Code. The most prominent case discussing termination damages and swaps in bankruptcy is an unpublished decision from the United States District Court for the Middle District of Tennessee, In re BKB Props., LLC v. SunTrust Bank*”. Vid. AXELROD, Brett A; GOOLSBY, Gordon. «Swaps and the Bankruptcy Code». En *Boomberg Finance L.P.*, 2011, vol. 5.

¹¹⁴⁹ Sobre la aplicabilidad del *set-off* en el contexto de la unión europea, vid. European Financial Markets Lawyers Group. «Protection for bilateral insolvency set-off and netting agreements under EC Law», Octubre 2004, 113 p.

¹¹⁵⁰ Señala WOOD que la previsión de *set-off* contenida en ISDA tiene carácter declarativo, de modo que en aquellas jurisdicciones donde no se permita la cancelación del contrato o la compensación por insolvencia, el *close-out netting* no será posible. WOOD, Philip R. *Sett-off...*ob. cit. Vid. Lehman Brothers Inc., Case No. 08-01420 sobre el *set-off* en casos de bancarrota.

¹¹⁵¹ Queremos poner de relieve que la incorporación del *set-off* se produce en 2002, siendo necesario que aquellos contratos sujetos al Contrato Marco de 1992 incorporen sus cláusulas de *set-off* en el *Schedule* u otros contratos.

casos se impide la aplicación del *close-out netting*¹¹⁵². Si no hubiere tal aplazamiento, la parte no incumplidora puede terminar el contrato, si el evento de incumplimiento estuviera en vigor¹¹⁵³.

En cuanto a la fecha de pago, tal como indicamos, debe producirse dentro de los dos días hábiles siguientes a la fecha en la que el cálculo del *close-out* es efectivo. La mora en el pago conlleva la adición de intereses.

Queremos recalcar que la parte cumplidora de una Operación, puede instar no sólo la terminación y liquidación anticipada de todas las operaciones, sino que dispone de la opción de retener los pagos debidos por una Operación a la parte incumplidora¹¹⁵⁴. De este modo obtiene un remedio parcial, menos excesivo que la liquidación anticipada de todas las Operaciones.

¹¹⁵² Vid. 2006 *ISDA Model Netting Act*. Sobre la aceptación del *close-out netting* en mercados asiáticos vid. LIU, Qiao; LEJOT, Paul; ARNER, Douglas W. *Finance in Asia: Institutions, Regulation and Policy*. Nueva York: Routledge, 2013, p. 349 y ss. De este modo Hong Kong y Singapur, aceptan el *close-out netting* sin problemas, dada su conexión con el Derecho inglés. Malasia tiene las mismas raíces jurídicas, siendo sin embargo el tratamiento del *close-out netting* incierto tras la crisis financiera de 1997-1998, que permite al gobierno absorber bancos en quiebra. Japón, Corea e India (*Japan Netting Law* 1998; *Debtor Rehabilitation and Bankruptcy Law* 2005; y *Reserve Bank of India [Amendment] Bill* 2006 respectivamente) permiten el *close-out netting* de conformidad con las sugerencias de ISDA. El *close-out netting* no se acepta en China y Vietnam y la ejecución del *close-out netting* es poco fiable en Indonesia, las Filipinas, Taiwán y Tailandia. Sobre la aceptación del *close-out netting* en China vid. *Legal memorandum on enforceability of close-out netting of privately negotiated derivatives transactions under ISDA Master Agreements in the PRC* publicado por ISDA el 20 de febrero de 2014. Vid. JOHNSON, Vincent R. «International Financial Law: The case against close-out netting». En *Boston University International Law Journal*, vol. 33, 2015, págs. 101-125. PAECH, Philipp. «Netting, Insolvency Law and Conflict-of-Laws». En *LSA Law, Society and Economy Working Papers*, n.º 14, 2014, 34 p. Sobre la aplicabilidad en US VID. HARDING, Paul C. JOHNSON, Christian A. *Mastering Collateral Management and Documentation: A practical guide for negotiators*. Londres: Prentice Hall, 2002, 592 p. Sobre el *close-out netting* en Portugal vid. SOUSA VIEIRA, André de; SANTOS MACHADO, Sofía. «La contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: el “Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)”». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, julio-septiembre 2010, págs.193-209.

¹¹⁵³ Vid. WOOD, Philip R. *Sett-off*...ob. cit.

¹¹⁵⁴ Sección 2(a) (iii) del Contrato ISDA.

Por último resta plantear las principales diferencias entre los efectos de los *events of default* y de los *termination events* que podemos reducir a los siguientes puntos¹¹⁵⁵:

- En el caso de los eventos de incumplimiento, todas las transacciones se compensan con la extinción. En los supuestos de eventos de terminación, generalmente sólo las transacciones afectadas se compensan [vid. 6(b) (iv)]¹¹⁵⁶.
- No existe obligación de notificar los eventos de incumplimiento, que sí se exige en los eventos de terminación.
- Para ciertos *termination events*, la parte afectada debe procurar primero evitar los efectos adversos mediante transferencia a otra oficina o filial [así por ejemplo en casos de perjuicios fiscales ex 6(b) (ii)].
- En el caso de ilegalidad o fuerza mayor hay periodos de espera [vid. 5(d)].
- En los incumplimientos, solo la parte no culpable puede compensar, mientras que para ciertos *termination events* la parte afectada o ambas pueden efectuar dicha compensación [vid. 6(a) y (b)].
- En los *events of default* solo la parte no incumplidora puede calcular la suma del *close-out*. En los *termination events*, si ambas partes están afectadas, ambas pueden calcular dicho *close-out*, tomándose la media [vid. 6(e)].
- En los *events of default*, las partes generalmente acordarán que las ganancias no sean pagaderas a la parte incumplidora, lo cual no sucede en los *termination events*.
- Hay distintos tipos de interés en las cantidades de compensación [vid. 9(h)].

¹¹⁵⁵ Vid. WOOD, Philip R. *Set-off...*ob cit.

¹¹⁵⁶ Si bien tanto los eventos de incumplimiento como los de terminación afectan como regla a todas las Operaciones entre las partes, algunos eventos de terminación, ostentan la particularidad de afectar a alguna de las Operaciones entre las partes conllevando la liquidación anticipada de éstas, con la subsiguiente subsistencia de las operaciones que no han sido afectadas. Vid. WOOD, Philip R. *Set-off...*ob. cit.

4. Procedimientos concursales

Tanto el CMOF (Estip. 9.7¹¹⁵⁷) como ISDA (cláusula 5.a.vii) contemplan como causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las partes la declaración de quiebra o el inicio de un procedimiento concursal respecto alguna de las partes.

Del tenor del precepto contenido en el CMOF resulta que basta la mera solicitud, para que dicha resolución tenga lugar, extremo que consideramos excesivo, pero congruente con la dinámica del comercio, basado en la confianza entre los contratantes, y además concordante con la exégesis que inspira la redacción del CMOF basada en la D.A. 10ª de la Ley 37/1998, de 10 de noviembre¹¹⁵⁸ y que también alude a la solicitud de quiebra o suspensión de pagos.

¹¹⁵⁷ Estipulación 9.7.- *Situaciones de Insolvencia*. Si cualquiera de las Partes, cualquiera de sus Garantes, o cualquiera de sus Entidades Especificadas: 9.7.1.- Fuera declarada judicialmente en concurso de acreedores. 9.7.2.- Solicitare o fuese solicitada por un tercero, según proceda, la declaración de concurso de acreedores o cualquier otro procedimiento similar o de efectos equivalentes, o acudiese a sus acreedores para, de alguna forma, reestructurar su deuda. 9.7.3.- Incurre en impago de obligaciones o se promoviera contra la misma algún procedimiento judicial o extrajudicial que pudiera provocar el embargo o subasta de sus bienes, por un importe superior al establecido en el Anexo I. En caso de no especificarse en el Anexo I, o si éste no hubiera sido acordado, se entenderá que el Importe Máximo es, para cada Parte, el mayor de (i) 10.000 euros o (ii) el 1% del capital social o partida contable equivalente de dicha Parte. 9.7.4.- Incumpliera de forma generalizada sus obligaciones o llegara a admitir por escrito su incapacidad para cumplirlas en el momento en que fueran debidas. 9.7.5.- Adoptara algún acuerdo o medida con el propósito de hacer efectivo cualquiera de los supuestos anteriores. 9.7.6.- Si se iniciara un procedimiento judicial o se presentara cualquier escrito o demanda ante un Tribunal o Juzgado o contra cualquiera de las Partes cuyo resultado final: a) tenga por objeto o pueda afectar a sus bienes por un importe superior al establecido en el Anexo I; y/ o b) tenga por objeto la designación de uno o varios comisarios, depositarios, interventores, liquidadores, administradores, síndicos o similares, de los bienes de cualquiera de las Partes por un importe superior al establecido en el Anexo I. En caso de no especificarse en el Anexo I otros distintos los importes referidos en las letras a) y/o b) anteriores, se entenderá que son para cada Parte, el mayor de (i) 10.000 euros o (ii) el 1% del capital social o partida contable equivalente de dicha Parte. 9.7.7.- Fuera objeto de medidas de intervención y/o sustitución por las autoridades competentes, cuando se trate de una entidad sometida a supervisión administrativa.”

¹¹⁵⁸ En contra VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...* ob. cit., pág.164.

4.1. Close-out netting y la calificación de los créditos del concurso.

El punto de partida del análisis del régimen jurídico del swap en sede de concurso radica en la incompatibilidad del régimen dispuesto en los contratos marco sobre vencimiento anticipado y *close-out netting* con la normativa de la LC¹¹⁵⁹ que de un lado instituye que la declaración de concurso no es causa de extinción de los contratos, teniéndose por no puestas las cláusulas de extinción anticipada o de resolución por causa del concurso (art. 61) y de otro proscribire la compensación¹¹⁶⁰ (art. 58) como incompatible con el principio de la *par conditio creditorum*¹¹⁶¹. Dicho fenómeno se desarrolla a nivel mundial, siendo palpables los problemas que representa la

¹¹⁵⁹ Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal.

¹¹⁶⁰ El art. 58 LC prohíbe la compensación con la salvedad de que sus *“requisitos hubieran existido con anterioridad a la declaración, aunque la resolución judicial o acto administrativo que la declare se haya dictado con posterioridad a ella.”* Dichos requisitos aparecen reflejados en el art. 1196 del C.c. y en la jurisprudencia al respecto (SSTS de 21 de marzo de 1932, y de 20 de mayo de 1993) y que exige que dichas deudas - la fecha de la declaración de concurso- estuviesen vencidas, y fuese líquidas y exigibles, en tanto que la deuda del acreedor no constituya un supuesto en el que sea factible el ejercicio de las acciones de reintegración (art. 71 LC). Téngase en cuenta además la excepción que la norma realiza a propósito de los concursos con elemento extranjero conforme al art. 205 LC y que destaca que la declaración de concurso no afectará al derecho de un acreedor a compensar su crédito cuando al ley que rija el crédito recíproco del concursado lo permita en situaciones de insolvencia, todo ello sin perjuicio de las acciones de reintegración que en su caso procedan. En idéntico sentido art. 6 del Reglamento del Consejo n.º 1346/2000.

¹¹⁶¹ Constituye esta norma una manifestación del principio del *par conditio creditorum*, de modo que al ser la compensación una forma de extinción de las obligaciones ex art 1156 C.c., declarado el concurso, ningún acreedor podrá satisfacer en todo o en parte su crédito contra el concursado a través de la compensación de éste con un crédito que el concursado ostente contra dicho acreedor. Así *“El art. 49 LC establece, como uno de los efectos esenciales de la declaración de concurso, la integración de todos los acreedores del concursado en la masa pasiva, el pago de cuyos créditos queda sujeto a las normas concursales. Esas normas prohíben la compensación, como una forma de liberación de una obligación, ya que, por una parte, el crédito, del a su vez deudor del concursado, se verá satisfecho antes que los demás acreedores, y a su vez el crédito del concursado contra su deudor (recíprocamente acreedor) solo aprovecharía a este, rompiendo el principio «par conditio creditorum».”* MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. El contrato...ob. cit.

aplicabilidad de la cláusula del *close-out netting* en contraste con las leyes de insolvencia de los países de nuestro entorno.

En efecto, a menudo las leyes de insolvencia limitan la efectividad de la terminación anticipada de los contratos¹¹⁶² ante la apertura de un procedimiento de insolvencia, permiten al liquidador definir qué operaciones deben continuar o por el contrario resolverse¹¹⁶³ o limitar la aplicabilidad de las previsiones sobre *set-off*, pues por ejemplo en ciertas legislaciones de derecho civil, las obligaciones sólo pueden ser compensadas cuando son debidas; o incluso cuando provengan de un mismo acuerdo¹¹⁶⁴.

A efectos expositivos conviene evocar que es dable distinguir de un lado la llamada liquidación anticipada o *close-out netting*¹¹⁶⁵ regulada en la Disposición 14ª del CMOF¹¹⁶⁶, de la compensación de operaciones individuales en condiciones normales en cada fecha de pago (*set-off*) prevista en la Disposición 5ª del CMOF¹¹⁶⁷, y finalmente del acuerdo contractual que facilita la compensación de todas las operaciones entre las partes contratantes (*netting*). Igualmente recapitulemos que, gracias al concepto de

¹¹⁶² Por ser contraria al “*automatic stay*” reconocida por ejemplo en nuestro Derecho en el art. 61 LC, o en el US Bankruptcy Code, Section 362, no obstante la excepción aplicable a acuerdos de swap contemplada en la Section 362(b)(17). Vid. HARDING, Paul C. JOHNSON, Christian A. *Mastering Collateral*...ob. cit. pág. 52.

¹¹⁶³ La conocida facultad de *cherry picking*.

¹¹⁶⁴ ISDA. *Memorandum on the Implementation of Netting Legislation*. A Guide for Legislators and Other Policy-Makers, 2006 12 p.

¹¹⁶⁵ Podemos definir la liquidación anticipada como “*el proceso para la terminación anticipada de las obligaciones y la posterior combinación de valores positivos y negativos para llegar a una única suma neta de pago, bajo un contrato [Marco ISDA] con una contraparte que ha incumplido*”. MENGLE, David. «The Importance of Close-Out Netting». En *ISDA Research Notes*, núm. 1, 2010, 7 p.

¹¹⁶⁶ El *close-out netting* se regula en la sección 6 del acuerdo ISDA.

¹¹⁶⁷ Sección 2 (c) del ISDA. “*Bajo la compensación, en cada fecha de pago, todas las sumas debidas entre las partes serán compensadas para producir una única suma pagadera entre ellas, siempre y cuando dichas sumas: (i) estén denominadas en la misma moneda, (ii) correspondan a una misma operación y (iii) sean pagaderas en la misma fecha*”. BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit., pág. 18.

contrato único, todas las operaciones que celebren las partes dependen las unas de las otras, generando el incumplimiento de cualquiera de ellas el incumplimiento de las otras. El *close-out netting*, tiene por finalidad en tales casos reducir los riesgos a que las entidades de crédito quedan expuestas¹¹⁶⁸ al producir una única suma que puede adoptar muchas variantes¹¹⁶⁹. Pero como figura controvertida que es existen teorías en contra y a favor de su aplicación.

En contra se ha dicho que:

- Este pacto supone la concesión de un privilegio respecto de todos los demás acreedores sujetos a la “ley del dividendo”.
- No es posible el instituto de la compensación respecto de deudas surgidas de obligaciones distintas (*ex dispariti causa*)¹¹⁷⁰.

¹¹⁶⁸ Véase el art. 47 del RD 216/2008, de 15 de febrero, *de recursos propios de las entidades financieras*. En el Derecho comunitario se contempla a través de la Directiva 2002/47/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 6 de junio de 2002, sobre acuerdos de garantía financiera, traspuesta a nuestro ordenamiento por el RD-Ley 5/2005 de 11 de marzo, *de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública*. Vid. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit. Señalan dichos autores que además de ser una técnica mitigadora del riesgo de crédito, el *close-out netting* cumple al menos tres funciones adicionales: evitar el llamado *cherry picking*; limitar el consumo de recursos propios al valor de mercado de la cartera; y favorecer la ejecución de las garantías financieras insertas en el acuerdo de compensación contractual.

¹¹⁶⁹ MARTÍNEZ ROSADO describe las distintas variantes que admiten dichos pactos, con el común denominador de crear una única obligación jurídica que abarca todas las operaciones incluidas en el mismo, y en cuya virtud, en el caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. MARTÍNEZ ROSADO, Javier. *Una aproximación a la problemática jurídica de los productos derivados: en especial, las permutas financieras de tipos de interés*. Disponible en: http://eprints.ucm.es/17680/1/PAPER_HARVARD_JMR_2012.pdf, enero de 2013, p.17

¹¹⁷⁰ En nuestro derecho un sector doctrinal afirma que no es posible jurídicamente la compensación en sentido estricto, ya que parte del requisito de que las obligaciones a compensar hayan nacido de relaciones jurídicas diversas (ZAMORANO RONDAN, Sergio: *El contrato*...ob. cit., págs. 150 y ss.) a lo cual otro responde (DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. Tomo II...ob. cit., págs. 541 y ss.) que si bien algún pronunciamiento del TS ha sido favorable a la dualidad de relaciones jurídicas en el mecanismo de compensación (Véase STS de 7 de julio de 1983),

- Desde la declaración de quiebra, el crédito de la parte “*in bonis*” queda retenido en la masa de la quiebra, con lo cual se impide la compensación (art. 1196.5 C.c.)¹¹⁷¹.

A favor:

- Porque todos los contratos concertados bajo el mismo contrato marco constituyen un único contrato.
- Porque es coherente con la cláusula que suele incluirse en los contratos de liquidación por diferencias y que impone que todos los pagos debidos, se compensen en una deuda única¹¹⁷².

Por ello la cuestión que debemos plantearnos es si el *close-out netting* tiene efectividad en los casos de insolvencia, constatando con ello que la insolvencia constituye la prueba de fuego de la viabilidad de contratos tales como el que nos ocupa. La razón de ello radica en que jueces y liquidadores pueden ostentar la capacidad de anular las previsiones contractuales de los acuerdos marco ante la apertura de un proceso de insolvencia¹¹⁷³, como al efecto ocurre con nuestra legislación concursal, o en Derecho norteamericano donde el *close-out netting* resulta contrario a los principios fundamentales de la ley de insolvencia (*pari passu* y sus derivados)¹¹⁷⁴.

no se debe deducir de ello regla general, puesto que no hay norma en nuestro Código civil que exija dicho requisito.

¹¹⁷¹ VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera*...ob. cit., págs.168-169.

¹¹⁷² Así sección 2c) del ISDA, aunque requiere pacto expreso para que surta efecto respecto de todos los SWAPs concertados.

¹¹⁷³ HARDING, Paul C. *Mastering*...ob. cit., págs. 358 y ss.

¹¹⁷⁴ La aplicación de dicho régimen general conllevaría una anulación del acuerdo ISDA por la ley de insolvencia. PAECH, Philipp. «Close-Out Netting, Insolvency Law and Conflict of Laws». En *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 14/2014, 34 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2414400>.

En dicha línea el segundo aspecto a tratar, sería la constatación de que dicha incompatibilidad ha sido salvada jurídicamente a través de la sustracción del CMOF o acuerdo ISDA del régimen concursal común, fenómeno que se conoce en la jerga jurídica como “*safe harbours*”¹¹⁷⁵ y que se concibe como un mecanismo mitigador del riesgo sistémico¹¹⁷⁶, autorizándose la resolución anticipada del CMOF en caso de concurso, con el consiguiente neteo, liquidación, y apropiación de garantías en caso de haberlas, deviniendo por ende inaplicables las restricciones que el concurso impondría si dicho régimen especial no existiera. Igualmente dichos CMOF quedan hasta cierto punto blindados frente las acciones concursales tradicionales, como las acciones de reintegración, lo que se traduce en la posibilidad de que las contrapartes puedan actualizar sus garantías *loan to value*¹¹⁷⁷.

¹¹⁷⁵ Sobre los efectos *ex ante* y *ex post* de los *safe harbours* vid. HAENTJENS, Matthias; WESSELS, Bob. *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2015, págs. 339 y ss. EDWARDS, Franklin R; MORRISON, Edward R. Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment? En *Columbia Law and Economics Research Paper*, No. 258, 2004, 36 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=589261>. DUFFIE, Darrell; SKEEL, David A. «A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements». En *U. of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No. 12-02, 2012, 26 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1982095>. SCHWARCZ, Steven L. SHARON, Ori. «The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis». En *Washington and Lee Law Review*, vol. 71, No. 3, 2014, 27 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2351025>.

¹¹⁷⁶ Ha habido muchas voces detractoras de los *safe harbours*. A favor PAECH argumenta que los *safe harbours* palian el riesgo sistémico al evitar que el “efecto dominó” pueda producir sus efectos desde el principio. También *safe harbours* han sido criticados por acelerar el efecto contagio en el mercado financiero en tiempos de crisis haciendo el mercado más peligroso. No obstante entiende PAECH que contribuye a la liquidez del mercado financiero, y sin liquidez no podríamos hablar de los mercados modernos, de ahí su importancia. PAECH, Philipp. «The Value of Insolvency Safe Harbours». En *LSE Legal Studies Working Paper*, No. 9/2015, 33 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2578521>. En contra vid. LUBBEN, Stephen J. «Repeal the Safe Harbors». En *American Bankruptcy Institute Law Review*, vol. 18, 2010, 20 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1497040>.

¹¹⁷⁷ El art. 16.3 del RDL 5/2005, contempla las llamadas acciones de reintegración (ex arts. 71-73 LC), permitiendo rescindir todas aquellas operaciones efectuadas por el deudor en los dos años anteriores a la declaración de concurso, sólo cuando se pruebe el perjuicio patrimonial para la masa activa, en violación del principio del par *conditio creditorum*, aunque no hubiera existido intención fraudulenta (art. 71 LC). Dicha acción no excluye el uso de cualquier otra acción civil como postula el art. 71.7 LC, teniendo por objeto dejar sin efecto el acto dispositivo perjudicial *ex nunc*, con efectividad desde la declaración concursal y las consecuencias que detalla el art. 73 LC.

La razón de ser de este régimen singular se halla¹¹⁷⁸ en la necesidad de soslayar que los síndicos o administradores de la quiebra puedan resolver operaciones concretas de swap desfavorables (*out the money*) y mantener otras beneficiosas (*in the money*), que se antoja contraria al criterio que reputa el contrato de SWAP como un único contrato¹¹⁷⁹ conjurándose con ello el riesgo de “*cherry picking*”¹¹⁸⁰. Es en dicho contexto donde adquiere plena virtualidad el *close-out netting*, pues de no existir dicho régimen especial, la contraparte de la concursada se hallaría en la obligación de pagar en su totalidad los contratos de los que fuera deudora, recibiendo tan solo parte del activo del que fuera acreedora. La compensación se convierte por ello en un acicate que minimiza la exposición de la parte acreedora a las pérdidas que sean causa del concurso del deudor.

¹¹⁷⁸ Vid. S. del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Barcelona, de 19 de noviembre de 2008.

¹¹⁷⁹ De este modo al conceptuarse el swap como contrato único, todas las operaciones forman parte integral del mismo. Así, en caso de quiebra, al producirse una única liquidación por la liquidación anticipada (*close-out netting*), los síndicos o administradores no podrán escoger qué operaciones cumplir o no cumplir.

¹¹⁸⁰ Vid. HARDING, Paul C. JOHNSON, Christian A. *Mastering Collateral*...ob. cit., pág. 52. GOODE, Roy. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, págs. 286 y ss. PEERY, Gordon F. *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012, 432 p. Podemos definir el *cherry picking* como la resolución selectiva de las operaciones individuales *in-the-money* en caso de insolvencia sin resolver el resto de las operaciones de la cartera. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit. Igualmente se dice que “La práctica del *cherrypicking* en un contexto de insolvencia o liquidación, es aquella en la que el liquidador o interventor de una entidad o compañía en estado de insolvencia, solamente pagará o exigirá que se hagan efectivas aquellas operaciones que son beneficiosas para la entidad o empresa (aquellas en las que tendría ganancias), negándose a su vez a pagar o hacer efectivas aquellas transacciones que no son beneficiosas para la entidad o empresa (aquellas en las que tendría pérdidas).” BOADA MORALES, Sebastián. Documentación...ob. cit., pág. 18. Por mor que “La ventaja más relevante del acuerdo de compensación desde la perspectiva concursal es que la cláusula de terminación unificada liquida las posiciones en favor y en contra para todos los contratos y los compensa entre sí. De esta manera, se conjura el riesgo de «*cherry picking*», es decir, que el administrador concursal pueda selectivamente aceptar los contratos *in the money* y rechazar los contratos *out of the money*. Obviamente esto es fundamental cuando el acuerdo de compensación acoge varios, acaso muchos, contratos distintos. Pero es obvio que nada de esto sucede cuando el acuerdo de compensación alberga un único derivado. Entonces el acuerdo de compensación tiene un cometido más modesto: se limita a hospedar las cláusulas de liquidación bilateral por compensación del propio swap. De manera fútil, ya que el flujo de pagos de un swap no es ni siquiera un acuerdo de compensación contractual. Con todo, la ventaja sustancial del acuerdo de compensación no reside en el *netting* propiamente dicho —que de hecho se articula en el propio contrato—, sino en las excepciones concursales”. SÁEZ LACAVE, María Isabel. «Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas». En *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 4, octubre 2013, pág. 21.

La existencia de un régimen especial se ha hecho patente en la mayoría de los ordenamientos jurídicos, cuyas normas sobre insolvencia se han adaptado para la aceptación de los principios del *netting*¹¹⁸¹.

Igualmente para otorgar plena vigencia a las cláusulas del *close-out netting* bajo ISDA, se ha redactado la Ley Modelo de *Netting* de 2006¹¹⁸². Y puesto que hay muchos Estados sin reglas específicas sobre los acuerdos de *close-out netting* e incluso reglas contrarias o restrictivas de estos acuerdos, o Estados con reglas dispares o incompletas, los Principios UNIDROIT sobre cláusulas de *close-out netting* resultan de suma utilidad como mecanismo de referencia para obtener un marco jurídico común¹¹⁸³.

¹¹⁸¹ En este sentido el US Bankruptcy Code (11 USC, Section 560) reconoce la efectividad del *close-out netting* y de la terminación de cualquier operación subyacente. “*The US Bankruptcy Code has special rules dealing with a bankrupt pledgor that has entered into a “swap agreement” with a “swap participant”. The US Bankruptcy Code defines a swap participant as “an entity that, at the time before the filing of the petition, has an outstanding swap agreement with the debtor” (11 USC, Section 101 (53C). A swap agreement is broadly defined to include the majority of OTC derivative transactions and any master agreement governing those transactions (11 USC, Section 101 (53B))*”. HARDING, Paul C. JOHNSON, Christian A. *Mastering Collateral*...ob. cit. págs. 51 y ss. Sobre las distintas modificaciones del US Bankruptcy Code para dar cabida a los *safe harbours* vid. KRIMMINGER, Michael. «The Evolution of U.S. Insolvency Law for Financial Market Contracts», 2006, 25 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=916345>; SCHWARCZ, Steven L. SHARON, Ori. *The Bankruptcy*...ob. cit. El estado de la cuestión a nivel internacional puede ser cotejado en el siguiente enlace, que sin ánimo exhaustivo muestra los ordenamientos que han adoptado disposiciones pro-netting: http://www.isda.org/docproj/stat_of_net_leg.html.

¹¹⁸² 2006 Model Netting Act. Vid. AVGOULEAS, Emilios. *Governance of Global Financial Markets: The Law, the Economics, the Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, págs. 454 y ss. WOOD, Philip R. *Set-off*...ob. cit.

¹¹⁸³ “El texto, sin embargo, no se articula como un convenio internacional, sino como unos simples principios. Algo parecido a lo que se conoce como «leyes modelo» pero con una formulación más general. Su naturaleza jurídica no es, por consiguiente, vinculante para los Estados. La intención es sencillamente proporcionar una «guía legislativa» a los Estados —pensando, en particular, en los países emergentes— que tengan interés en establecer un marco nacional adecuado, tanto en términos de *lege ferenda* como de *lege data*, para este tipo de transacciones”. GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. «Los principios de UNIDROIT sobre las cláusulas de *close-out netting*». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 19, Sección Estudios, Segundo semestre de 2013, Editorial LA LEY.

La plasmación jurídica de dicho fenómeno se produce a nivel comunitario a través de la Directiva Europea 47/2002, de 6 de junio, sobre los acuerdos de garantía financiera¹¹⁸⁴.

En nuestro ordenamiento jurídico el apremio del legislador de consagrar una normativa especial en sede concursal para las entidades enumeradas en la DA 2ª LC¹¹⁸⁵ se vio cristalizado en materia de acuerdos de compensación¹¹⁸⁶ a través del RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo, cuya aplicación al Swap no ha sido pacífica en nuestra jurisprudencia, ante la discusión que suscita el carácter de acuerdo de compensación del CMOF y los debates en torno al carácter sinalagmático de este contrato, aspecto este que trataremos a propósito de la calificación concursal de los créditos del swap.

El capítulo II del título I del citado RD-Ley, dispone el régimen legal aplicable a las operaciones financieras realizadas al amparo de un acuerdo de compensación contractual, contemplando las exenciones al régimen general concursal (los *safe*

¹¹⁸⁴ En adelante, Directiva de Garantías Financieras.

¹¹⁸⁵ Disposición adicional segunda redactada por la disposición final quinta de la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión.

¹¹⁸⁶ Ex DA 2.ª, núm. 2, apdo. i de la LC a cuyo tenor “Se considera legislación especial a los efectos de la aplicación del apartado 1, la regulada en las siguientes normas: El Capítulo II del Título I del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública.” Téngase en cuenta que el núm. 3 de la citada DA 2ª señala que “Las normas legales mencionadas en el apartado anterior se aplicarán con el alcance subjetivo y objetivo previsto en las mismas a las operaciones o contratos que en ellas se contemplan y, en particular, las referidas a las operaciones relativas a los sistemas de pagos y de liquidación y compensación de valores, operaciones dobles, operaciones con pacto de recompra o se trate de operaciones financieras relativas a instrumentos derivados.” Subraya MUÑOZ PÉREZ que “Esta finalidad (refiriéndose a la protección del buen funcionamiento de los mercados financieros a través del establecimiento de un sistema que posibilita minorar el riesgo de dichas entidades autorizando los sistemas de liquidación mediante netting o compensación) ha sido subrayada por el Banco de España en su Circular 3/2008, de 22 de mayo (LA LEY. 809/2008), que con relación a esta cuestión en la Norma septuagésima sexta, que lleva por rúbrica: acuerdos de compensación contractual admisibles, nos dice que: «(...) las entidades de crédito podrán utilizar, como técnicas de reducción del riesgo de contraparte, los acuerdos de compensación contractual que se enuncian a continuación: (...) Contratos bilaterales de novación entre una entidad de crédito y su contraparte, en virtud de los cuales los derechos y obligaciones recíprocos queden automáticamente unidos, de tal forma que la novación determine un importe único neto cada vez que se aplique la novación y se cree así un nuevo y único contrato jurídicamente vinculante que extinga los contratos anteriores»”. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. El contrato...ob. cit.

harbours) y acotando el ámbito objetivo y subjetivo de las mismas. El ámbito de aplicación de este régimen especial se delimita sobre la base del concepto de acuerdo de compensación, siendo el ámbito de protección tanto objetivo –referido a los contratos a los que se aplica el régimen especial- como subjetivo –los sujetos a los que se aplica- en general muy extenso tanto a nivel europeo, como norteamericano. El núcleo de esta regulación resulta común para los países con mercados financieros importantes¹¹⁸⁷ en gran medida promocionada por la actividad de ISDA¹¹⁸⁸.

La aplicación del régimen especial proclamado en nuestro ordenamiento jurídico en el RD-Ley 5/2005, parte en efecto de la calificación o no como acuerdo de compensación de los CMOF.

Se trata de una cuestión harto discutida, donde brevemente descollaremos que los acuerdos de compensación contractual del RD-Ley 5/2005 (art. 5) se distinguen causalmente por prevenir ante la hipótesis de un vencimiento anticipado, la creación de una única obligación que englobe todas las operaciones financieras que erigen su objeto, siendo así que las partes sólo ostentan el derecho a requerir el saldo neto que surja de la liquidación de tales operaciones. En dicho contexto el *close-out netting* incluido en los CMOF cumple con los efectos señalados y satisface los requisitos para ser calificado como acuerdo de compensación¹¹⁸⁹.

¹¹⁸⁷ BIGGINS, John; SCOTT, Colin. «Public-Private Relations in a Transnational Private Regulatory Regime: ISDA, the State and OTC Derivatives Market Reform». En *European Business Organization Law Review* (EBOR). Vol. 13, Issue 03. Septiembre 2012, págs. 309-346.

¹¹⁸⁸ “La actividad normativa de ISDA ha pasado de crear reglas contractuales para sus usuarios, a proveer de normas legales estandarizadas a los Estados para garantizar que su «auto-regulación» sea oponible a terceros. Para ello, la prueba de fuego es sin duda el concurso”. SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit., pág. 14.

¹¹⁸⁹ El pacto de resolución en caso de quiebra de una de las partes (el llamado *close-out* según el Derecho anglosajón) chocaba con la D.A. 10ª de la Ley 37/1998, de 10 de noviembre, quedando derogada por el Real Decreto-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública. Así en opinión de la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 6 de Madrid, de 30 de marzo de 2010, es perfectamente válida la inclusión de dicha

En efecto, la dinámica del swap impone que en el caso de que una de las partes esté incurso en un procedimiento concursal, se produzca el llamado *netting*, esto es, la compensación de las obligaciones positivas y negativas de todas las operaciones financieras existentes entre las partes, y nacerá un único saldo (el llamado *close-out netting*), que será el que se incluya como crédito o deuda en el procedimiento concursal. Cuestión distinta es la controversia que suscita la aplicabilidad del RD-Ley en supuestos que el CMOF comprenda una sola operación financiera. En este sentido son muchos los detractores de la aplicación del régimen especial en base a la literalidad del art. 5 del RD-Ley 5/2005¹¹⁹⁰, pero tras la modificación operada en virtud de la Ley 7/2011, de 11 de abril sobre sistemas de pago y de liquidación de valores en el art. 16.2 que alude a la “operación u operaciones financieras amparadas en el acuerdo” no queda lugar a dudas la incardinación en la misma de los CMOF que contengan una sola operación¹¹⁹¹.

El ámbito objetivo del régimen especial viene acotado en el art. quinto del RD-Ley 5/2005 en su apdo. 1.º, al señalar que el capítulo II¹¹⁹² *se aplicará a las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con él, siempre que el acuerdo prevea la creación de una única obligación*

cláusula en el contrato ex art. 16 del RD-Ley 5/2005, señalando el citado precepto que debe únicamente considerarse como crédito en el concurso el saldo neto de las operaciones comprendidas en el SWAP.

¹¹⁹⁰ Señala su tenor que “*Este capítulo se aplicará a las operaciones financieras que se realicen en el marco de un acuerdo de compensación contractual o en relación con él, siempre que el acuerdo prevea la creación de una única obligación jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. El saldo neto deberá ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con este*”. Vid. SAP de Barcelona, núm. 51/2011, de 9 de febrero y SAP de 13 de marzo de 2012.

¹¹⁹¹ En este sentido aun antes de la reforma operada por la ley 7/2011, de 11 de abril buena parte de la doctrina defendía la aplicabilidad del RD 5/2005, a los CMOF con una sola operación. Vid. OLIVENZA RUIZ, Manuel. «Calificación concursal del crédito resultante de la liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 120, octubre 2010, p. 37.

¹¹⁹² Dicho capítulo integra del art. segundo al vigesimoquinto.

jurídica que abarque todas las operaciones incluidas en dicho acuerdo y en virtud de la cual, en caso de vencimiento anticipado, las partes sólo tendrán derecho a exigirse el saldo neto del producto de la liquidación de dichas operaciones. El saldo neto deberá ser calculado conforme a lo establecido en el acuerdo de compensación contractual o en los acuerdos que guarden relación con este. De este modo la norma, en lugar de listar las transacciones protegidas, crea una súper categoría, el acuerdo de compensación, albergando en sí prácticamente cualquier contrato sobre derivados y cualesquiera close-out netting¹¹⁹³. El ámbito de aplicación del citado art. 5 se ha visto incrementado por virtud de la Ley 7/2011, al modificar la letra c) del apartado 2¹¹⁹⁴ y considerar operaciones financieras las realizadas sobre instrumentos financieros de los previstos en los párrafos segundo a octavo del art. 2 del TRLMV¹¹⁹⁵. Considerando el tenor del art. quinto 2. c), el concepto de “operaciones financieras” engloba sin duda los Swaps dada la remisión que el precepto hace al art. 2 del TRLMV

Por lo que respecta al ámbito subjetivo, el RD-Ley vierte su protección más allá de lo que acaece en otros ordenamientos jurídicos, extendiendo su aplicación a

¹¹⁹³ Vid. SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit., pág. 18 y ss.

¹¹⁹⁴ “A efectos de este capítulo, se considerarán operaciones financieras las siguientes: c) Las operaciones financieras realizadas sobre instrumentos financieros de los previstos en los párrafos segundo a octavo del artículo 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluidas las compraventas de divisa al contado, los instrumentos derivados sobre todo tipo de materias primas, incluidos los metales preciosos, y los instrumentos derivados sobre los derechos de emisión regulados en la Ley 1/2005, de 9 de marzo, por la que se regula el régimen del comercio de derechos de emisión de gases de efectos invernadero, así como cualquier combinación de los anteriores; ya sean liquidables por diferencias o mediante entrega física del subyacente.”

¹¹⁹⁵ “Es necesario subrayar que el ámbito de aplicación del art. 5 del RD 5/2005 (LA LEY. 63/2005) ha ampliado su esfera por aplicación de la Ley 7/2011 que introduce modificaciones en la letra c) del apartado 2 del mencionado precepto con la finalidad de considerar operaciones financieras las realizadas sobre instrumentos financieros de los previstos en los párrafos segundo a octavo del art. 2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (LA LEY. 17605/1988). A su vez, el propio art. 2 LMV al que se remite, fue en su día modificado por la Ley 47/2007, de 19 de diciembre (LA LEY. 1842/2007), que traspone la Directiva MiFID., ampliando la enumeración de operaciones financieras que están comprendidas en el ámbito de aplicación de la misma”. MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. El contrato...ob. cit.

cualquier acuerdo de compensación realizado por una entidad financiera o entidad enumerada en el art. Cuarto del RD-Ley¹¹⁹⁶, sea su contraparte persona física o jurídica, y tutelando con ello a las entidades financieras del riesgo concursal. Esta circunstancia sumada al hecho de posibilitar que los beneficios concursales devengan aplicables cuando sólo una operación haya sido efectuada¹¹⁹⁷, enervando con ello la *ratio* del acuerdo, que no es sino allanar el *netting* entre distintas operaciones, ha sido un ingrediente más junto con la ley 36/2003, de 11 de noviembre para^a incentivar la difusión de los productos financieros en el sector minorista.

De la concreción del ámbito objetivo y subjetivo de la exención concursal, podemos extraer la siguiente conclusión: el mero hecho de concertar un contrato financiero, conlleva la aplicación de la excepción concursal, conminando al juez a ceñirse a los términos de la ley, actuando en caso contrario *contra legem*.

El régimen concursal de las entidades de crédito permite el vencimiento anticipado de las operaciones contenidas en el art. decimosexto y en particular del acuerdo de compensación¹¹⁹⁸, siendo así una excepción al art. 61.3 LC que prohíbe las

¹¹⁹⁶ “Dicho con claridad, la ampliación de los sujetos destinatarios de la regulación especial enmaraña la cuestión, socava la *ratio* de los *safe harbours*, y es fuente de gran complejidad sistemática, tanto teórica como aplicada. En efecto, las reglas especiales están pensadas e ideadas para atajar el riesgo sistémico de las empresas financieras y, por ello, en rigor, deberían quedar fuera de su ámbito de aplicación los usuarios finales de los derivados, sean personas físicas o empresas del sector productivo”. SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit., pág. 9.

¹¹⁹⁷ En virtud de la Ley 7/2011, de 11 de abril sobre sistemas de pago y de liquidación de valores en el art. 16.2

¹¹⁹⁸ Art. decimosexto 1. La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual o de las operaciones financieras realizadas en el marco del mismo o en relación con él no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa. MARTÍNEZ ROSADO destaca que antes de la reforma del precepto citado por el RD-Ley 5/2005, los jueces de lo Mercantil interpretaban el citado precepto en el sentido de “*impedir que el vencimiento, resolución o ejecución de algunas de las operaciones financieras realizadas en el marco de uno de estos acuerdos de compensación tenga lugar de manera individual como consecuencia de la declaración de concurso, al margen del acuerdo de compensación.*” Tras la reforma operada, parece que el sentido del texto introduce dicha posibilidad negada por los jueces. MARTÍNEZ ROSADO, Javier. *Una aproximación...*ob. cit., págs.19 y ss.

cláusulas de resolución del contrato por la sola declaración de concurso de una de las partes, y del art. 58 LC que prohíbe la compensación tras la declaración de concurso.

Tras este sucinto exordio, queremos plantear tres temas que deben ser tratados.

La primera cuestión que se plantea es si las partes en caso de concurso están obligadas a resolver el contrato por la mera concurrencia del concurso, o se trata de una simple facultad cuyo objeto se hará efectivo en caso de conveniencia.

Tal como hemos visto, el RDL 5/2005 otorga validez a las cláusulas de terminación del contrato por la mera declaración del concurso. Cotejando esas cláusulas con el RDL 5/2005, y del tenor del art. 16.2, párrafo 2.º vemos que los swaps no se extinguen *ipso iure* por la mera declaración del concurso¹¹⁹⁹.

En este sentido la legislación española ex art. 16.2 RDL 5/2005 tras la reforma operada por la ley 7/2011, de 11 de abril ofrece una prerrogativa sin parangón en otros ordenamientos dando cobijo a la *continuidad del acuerdo marco en sede concursal con cargo a la masa y a la calificación del crédito resultante de la resolución del acuerdo de compensación contractual como prededucible*¹²⁰⁰. En síntesis se otorga a las entidades de crédito la facultad de acogerse al régimen extraconcursal propio de los instrumentos financieros, o la potestad de que el crédito sea calificado como prededucible en la vía concursal común¹²⁰¹. De este modo si la entidad optara por no terminar anticipadamente el contrato, por no ser el resultado de la liquidación beneficioso a su causa, los créditos derivados del contrato en vigor o de su vencimiento anticipado por incumplimientos posteriores al concurso serían créditos contra la masa (ex arts. 61.2 y 84.6 LC). A

¹¹⁹⁹ Señala en efecto su tenor que "(...) *si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso (...)*"

¹²⁰⁰ SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit. pág. 8.

¹²⁰¹ Sobre el carácter prededucible de los créditos contra la masa, véanse, entre otras, las Sentencias de la Audiencia Provincial de León, Sección 1ª, de 27 de abril de 2011 y de Pontevedra, Sección 1ª, de 8 de julio de 2011.

consecuencia de ello el crédito a favor de la masa no llegará a nacer en caso de concurso del acreedor y la parte *in bonis* podrá suspender la obligación de pago cuando la otra parte esté en una situación de incumplimiento, como al efecto lo es el concurso¹²⁰² o se produzca un nuevo incumplimiento subsiguiente a la declaración del concurso. En la casuística española, la entidad bancaria no hace uso casi nunca de la facultad de vencimiento anticipado por la declaración del concurso¹²⁰³. El objetivo que persigue la entidad, es la calificación como créditos contra la masa de las prestaciones devengadas y pendientes de cumplimiento derivadas del contrato en vigor en su condición de contrato recíproco¹²⁰⁴. De ser la entidad financiera la obligada al pago, no tiene aliciente tampoco para dar por terminado el contrato, pues sus pagos están cubiertos por el derivado de sentido contrario con el que protegió su posición¹²⁰⁵. No obstante las pretensiones de las entidades han chocado con la respuesta que el Supremo ha dado a la calificación de los créditos derivados de contratos de permuta financiera en que el deudor se encuentre en concurso, pues afirma su carácter

¹²⁰² Vid. Estip. 3.5. CMOF. CARRASCO PERERA, Ángel. «Concurso de la contraparte del swap y derecho del acreedor concursal a suspender los pagos debidos por la liquidación periódica del derivado. A propósito de la sentencia de la Court of Appeal, [2012] EWCA Civ 419, *Lehmann Brothers Int. Europe, Lomas v. xJFB Firth Rixson Inc*». En *Comentarios Jurídicos de Gómez-Acebo & Pombo*, vol. 20, 2012, págs. 53-55.

¹²⁰³ Ello se debe a que los swaps como regla no están garantizados, y con respecto a los swaps de tipos de interés en especial, los tipos de interés prácticamente aparecen congelados en tipos muy bajos, de ahí que les convenga más a las entidades financieras ingresar las listas de acreedores.

¹²⁰⁴ Tal y como hemos visto, el TS (SSTS 8 y 9 de enero de 2013) se ha mostrado contrario a esta interpretación, instaurando la inaplicabilidad del art. 16 del RDL 5/2005 frente a los contratos de permuta financiera no vinculados a otro contrato, y que por ende no formen parte de un CMOF, entendiendo que no son contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, y calificando al crédito derivado de dicho contrato de concursal contingente ordinario.

¹²⁰⁵ El riesgo que la entidad financiera asume frente al cliente por el swap, lo traslada al mercado mediante la contratación de una operación similar de signo contrario. O lo que es igual, el negocio del banco no radica en la toma de riesgo, pues está blindado, sino en el margen de colocación: el banco ganará siempre lo mismo —el margen— independientemente de que el cliente gane o pierda. SÁEZ LACAVE, María Isabel. «Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas». En *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 4, octubre 2013, p. 31.

concurzal «*con independencia de que se hayan devengando antes o después de la declaración de concurso*»¹²⁰⁶.

El acuerdo ISDA por su parte alude tan solo a la posibilidad de resolver el contrato por la *non-defaulting party* en caso de insolvencia de la otra parte, lo que no excluye que la parte *in bonis* pueda suspender la obligación de pago devengada después del concurso en tanto la otra se encuentre en un *event of default* ex sección 2 (a) (iii)¹²⁰⁷.

Los efectos de la aplicación de la sección 2 (a) (iii) son distintos en la legislación inglesa y americana¹²⁰⁸. La corte inglesa entiende que si la parte obligada a pagar una liquidación del swap, se hallare *out of the money*, y la contraparte se hallare en concurso y por tanto en un *event of default*, la deuda de la parte *in bonis*, no nace en tanto no se repare el *event*, lo cual resulta fácticamente imposible. En consecuencia, la parte *in bonis* podrá suspender el pago, hasta que el contrato se extinga por el transcurso del plazo pactado, sin que el juez pueda terminar con esta excepción de incumplimiento. El derecho norteamericano por el contrario, entiende que la parte *in bonis* no queda autorizada a suspender el contrato en caso de que no hiciera uso de la facultad de resolución del contrato.

En el caso de swaps concertados por entidades de crédito o empresas de servicios de inversión en situación de inviabilidad, la Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión regula un procedimiento administrativo especial que reemplaza a los tradicionales procedimientos concursales. Se distingue de un lado la fase preventiva de resolución,

¹²⁰⁶ STS 629/2015, de 17 de noviembre de 2015.

¹²⁰⁷ "Each obligation of each party under Section 2(a)(i) is subject to the condition precedent that no Event of Default or Potential Event of Default with respect to the other party has occurred and is continuing..."

¹²⁰⁸ Por lo que respecta al derecho ingles vid. Sentencia de la Court of Appeal, [2012] EWCA Civ 419, *Lehmann Brothers Int Europe, Lomas v JFB Firth Rixson Inc.* El Derecho norteamericano queda resuelto en la *In re Lehmanns Brother Holdings, Inc, Case 08-13555 (JMP) (Bankr SDNY, September, 2009*

que tiene por objeto garantizar y facilitar la resolución eventual de la entidad. Por ello es preceptivo que todas las entidades cuenten con un plan de resolución (Capítulo III), que contendrá las acciones de resolución que el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria¹²⁰⁹ aplicará en caso de que la entidad resulte inviable y no proceda su liquidación concursal. El Capítulo IV, regula el procedimiento de resolución, aplicable a aquellas entidades que sean inviables o sea previsible que lo vayan a ser, y que por razones de interés público y estabilidad financiera sea necesario evitar su liquidación concursal. El FROB activará en tales casos los instrumentos de resolución previstos en el Capítulo V: la transmisión de la entidad o parte de la misma a un sujeto privado, la creación de una sociedad puente a la que transmitir la parte de la entidad que pudiera salvarse y la creación de una sociedad de gestión de activos a la que se transfieran los activos dañados. Resulta importante recalcar que las facultades de suspensión del FROB no serán de aplicación a las obligaciones de pago o entrega respecto de entidades de contrapartida central (art. 70.3). Además, la adopción de cualquier medida de actuación temprana o de resolución no constituirá por sí misma un supuesto de incumplimiento ni permitirá por sí misma a ninguna contraparte declarar el vencimiento, modificación, suspensión o resolución anticipada de las operaciones o contratos realizados con la entidad (art. 66.1). No obstante, la contraparte podrá declarar, en los términos y condiciones establecidos en el correspondiente contrato, el vencimiento o resolución anticipada del contrato o la correspondiente operación como consecuencia de un supuesto de incumplimiento anterior o posterior a la adopción o ejercicio de la correspondiente medida o facultad y no vinculado necesariamente con esta.

Una segunda cuestión, ligada a la anterior, sería la de concretar qué ocurre con las obligaciones pendientes de cumplimiento al ser la permuta financiera un contrato bilateral de tracto sucesivo, y en este sentido preguntarnos si pueden los síndicos de la quiebra obligar a la parte *in bonis* a continuar con la ejecución del contrato sin someterlo a la ley del dividendo o resolverlo en interés del concurso. Como ya hemos

¹²⁰⁹ FROB.

visto, la facultad de resolver el contrato por efecto del concurso corresponde a la parte no concursada, pero si ésta no hubiera hecho uso de esta prerrogativa podrá resolverse el contrato en interés del concurso¹²¹⁰, en virtud de la remisión del art. 16.1 *in fine* del RDL¹²¹¹, a los arts. 61.2 y ss. LC. La concreción del importe a abonar se hará por el juez conforme a las reglas establecidas en el acuerdo de compensación, excluyendo la posible moderación judicial.

Y la última cuestión nos obliga a precisar la naturaleza del crédito que nace del concurso y que exiguamente tratado en los párrafos anteriores nos compele a examinar el tenor del art. decimosexto¹²¹² del RD-Ley 5/2005.

La interpretación jurisprudencial de dicho precepto no sido pacífica, lo que ha gestado el siguiente prontuario de las teorías que se han propugnado sobre este particular.

Una primera teoría¹²¹³ concibe los créditos derivados de los swaps como intereses, de modo que, siendo su tratamiento análogo a los intereses, deben ser calificados como créditos ordinarios.

¹²¹⁰ El art. 61.2. 2º LC contempla la posibilidad de que el concursado o la administración concursal soliciten la resolución del swap en interés del concurso.

¹²¹¹ “*En caso de ejercicio de la acción resolutoria la indemnización prevista en el artículo 61.2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal se calculará conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo.*”

¹²¹² Artículo decimosexto redactado por el apartado trece del artículo segundo de la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el R.D.-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública («B.O.E.» 12 abril). Para un estudio más profundo de la materia véase URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). Régimen jurídico...ob. cit., 1358 p.

¹²¹³ Sustentada por entre otras la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009, y que llevó al juez a calificar tales créditos como subordinados ex art. 92.3 LC. La Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Málaga, de 4 de junio de 2008, afirma que las liquidaciones devengadas con carácter ulterior a la declaración del concurso y el monto de la cancelación anticipada instada por la administración concursal, son créditos contra la masa. Por el contrario, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008, lo califica como ordinario.

Una segunda teoría propugna que los créditos derivados del swap no son intereses, debiendo ostentar el trato concursal que les corresponda. Dicha teoría tiene a su favor la nueva redacción dada al RD-L 5/2005 por la Ley 16/2009, de 13 de noviembre, de Servicios de Pagos¹²¹⁴ que puntualizó que los créditos derivados de los swaps deben tipificarse como créditos contra la masa o créditos concursales, dependiendo de que el contrato se mantuviere en vigor o se resolviese a consecuencia de un incumplimiento anterior o posterior a la declaración de concurso.

Una tercera teoría distingue entre los swaps vinculados a otras operaciones y los no vinculados, siendo subordinados los créditos que deriven de los primeros y ostentando los segundos la calificación correspondiente en función de que conserve o no su vigencia el swap por el concurso.

Como punto de partida, los arts. 61.2 y 84.2 LC definen los créditos contra la masa (y por ende de cobro preferente respecto a los créditos de los acreedores en general), como las prestaciones debidas por el concurso producto de un contrato celebrado con anterioridad a la declaración del concurso, pero pendiente de vencimiento. El administrador concursal tiene la opción de resolver estos contratos o cumplirlos. Si optase por la segunda opción, debe realizarse el cumplimiento de las prestaciones a que esté obligado el concursado con cargo a la masa.

Pues bien, analizando la polémica doctrinal, la primera teoría parte del prejuicio de calificar los pagos derivados de los SWAPs como intereses. Dicha concepción toma por base que, si las liquidaciones derivadas del swap se calculan sobre la base de intereses, los swaps deben seguir la misma calificación. Pero de ser cierta tal afirmación, de conformidad con el art. 59 LC, la declaración de concurso conllevaría la suspensión del devengo “*de los intereses, legales o convencionales*”, abogando dicha

¹²¹⁴ En adelante LSP.

teoría por la extinción *ipso iure* del swap por la mera declaración del concurso¹²¹⁵, hecho que consideramos contrario al art. 61.2 LC que postula el manteamiento de las obligaciones recíprocas pendientes y del R.D.-Ley 5/2005 (art. 16) que señala que se debe estar a lo dispuesto en el propio contrato. Esta concepción entiende que, para el cliente, el swap de intereses, supone una novación del pacto de intereses, lo cual resulta claramente contrario a la voluntad del cliente, y por supuesto del banco o bancos.

Pero a ello debemos objetar además, que el SWAP es un contrato autónomo respecto de los contratos subyacentes cuya cobertura busca. Esta autonomía impide calificar los créditos derivados del swap como subordinados, siendo por ello inaplicable el criterio del art. 92. 1º LC.

Podemos en efecto argüir¹²¹⁶ -a propósito de los swaps de tipo de interés-, que incluso en el supuesto de contratos vinculados, nada tienen en común los swaps con los contratos de préstamo, pues a pesar de la denominación “tipos de interés”, se trata de contratos autónomos, independientes y con causa propia, de modo que bajo ningún concepto pueden los créditos nacidos de estos contratos ser tratados como intereses o asimilarse a éstos, ni por ende recibir el tratamiento concursal de los intereses. Y es que en sentido jurídico son intereses únicamente las cantidades abonadas en retribución de un capital prestado, y sólo cuando exista un principal¹²¹⁷, los pagos

¹²¹⁵ Así la sentencia de 28 de septiembre de 2009 del Juzgado de lo Mercantil núm. 4 de Barcelona ordena al administrador concursal precisar si el swap está vinculado a otro contrato de préstamo o de crédito. Si el contrato no estuviera vinculado a una operación de pasivo, y si no hubiera sido resuelto a la fecha de declaración de concurso, lo considera extinguido por efecto de la ley (*ope iuris*).

¹²¹⁶ DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. «Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swaps* – IRS) no son intereses». En *Diario La Ley*, 2127/2010, nº 7387, 23 de abril de 2010, págs. 5-10.

¹²¹⁷ Véase al efecto del carácter y justificación del pago de intereses en SABATER BAYLE, Isabel. *Préstamo con interés, usura y cláusulas de estabilización*. Pamplona: Aranzadi, 1986, 355 p. ENNECERUS pone también el acento en la necesaria existencia de un capital para hablar de intereses señalando que “*llámese interés a una cantidad de cosas fungibles que pueden extinguirse como rendimiento de una obligación de capital en proporción al importe o al valor del capital y al tiempo que*

hechos como contraprestación del mismo, podrán ser calificados como intereses a efectos de lo prescrito en el art. 92.3 LC¹²¹⁸.

La segunda tesis mantiene que los créditos derivados del swap no son intereses, debiendo obtener el trato concursal que les corresponda. El swap no se resuelve *ipso iure* por la mera declaración de concurso, pudiendo resolverse por incumplimiento, o bien porque se haya calificado el concurso como causa de vencimiento anticipado del swap.

Esta teoría tiene a su favor la modificación de la LSP del art. decimosexto del RD-Ley 5/2005, que añadió un nuevo apartado donde esclarece la calificación de los créditos derivados del swap¹²¹⁹. Desglosando su tenor:

- a) Si el swap se mantiene vigente, las prestaciones a cargo del concursado deberán reputarse créditos contra la masa.
- b) Si el swap se resolviera, los créditos se reputarán concursoales si el incumplimiento es anterior a la declaración de concurso y contra la masa si fuera posterior.

por el cual se está privado de la utilización del mismo.” ENNECERUS, Ludwig. Tratado de Derecho Civil. Tomo II, Vol. I. Barcelona: Bosch, 1954, 2ª ed., p. 53.

¹²¹⁸ Art. 92.3 LC: “Son créditos subordinados: 3. ° Los créditos por recargos e intereses de cualquier clase, incluidos los moratorios, salvo los correspondientes a créditos con garantía real hasta donde alcance la respectiva garantía.” Como nos recuerdan DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS “los pagos que se hacen las partes en virtud de contratos de permuta financiera de tipos de interés no retribuyen nunca un capital prestado, ni existe siquiera una transferencia real de capital de una parte (la entidad financiera) a la otra (el concursado). Los pagos se calculan sobre la base de una cantidad teórica, no real, cuyo desembolso no se produce nunca, porque nunca existe intención de entregar una cantidad por una parte a la otra con la obligación de ésta de proceder a su devolución. Por eso al principal se le da el calificativo de notional. Cabe entonces preguntarse cuál es la causa de estos negocios jurídicos. Su causa es la gestión y cobertura de los riesgos financieros derivados de la evolución de los tipos de interés, tanto si se vinculan a una operación de pasivo, como si se concertan de manera autónoma. Pero lo que es evidente es que ninguna identidad de razón guarda la causa de los swaps de tipos de interés con la causa de los intereses.” DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. Los pagos...ob. cit., págs. 5-10.

¹²¹⁹ Y es que en realidad, la adición hecha por la LSP no innova, sino que trata de solventar la controversia que suscitaba el SWAP en el seno del concurso.

Este mismo criterio ha seguido la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 6 de Barcelona de 18 de octubre de 2010.

En contra se ha pronunciado la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 2 de Barcelona de 25 de enero de 2010, que asentó que las liquidaciones de un swap posteriores a la declaración del concurso, no deben ser calificados como créditos contra la masa, sino ordinarios, aduciendo que el swap es un contrato aleatorio donde no se concibe la existencia de obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, conllevando así la no subsunción del caso en el ámbito del art. 61.2 LC, sino del art. 61.1 LC.

En oposición a esta teoría se puede aducir que el contrato de swap puede suponer la pendencia de obligaciones recíprocas, siendo además –con los matices que veremos posteriormente- mayoritaria la jurisprudencia que define el swap como un contrato bilateral y sinalagmático¹²²⁰. Y es que como afirma la Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, de 13 de octubre de 2010, no deben confundirse las obligaciones recíprocas que nacen del contrato, con sus formas de extinción, como es en nuestro ejemplo, la compensación. La realización de pagos sucesivos usando el instituto de la compensación, no supone que el contrato deje de ser bilateral, dado que se generan obligaciones recíprocas de pago a cargo de ambas partes en cada liquidación. Y es verdad que, si se conciben dichas liquidaciones como compensaciones, lo natural es deducir el carácter recíproco de las obligaciones del SWAP, dado que la reciprocidad de deudas es requisito para articular el mecanismo de

¹²²⁰ Entre otras postulan dicha opinión la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de Pontevedra de 31 de julio de 2009, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil de Palma de Mallorca n.º 1, de 11 de noviembre de 2009, las Sentencias de la Audiencia Provincial de Jaén de 18 y 19 de febrero de 2010, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 6 de Madrid, de 30 de marzo de 2010, o la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º 11 de las Palmas de Gran Canaria, de 6 de abril de 2010. Véase RODRÍGUEZ, Guillermina Ester. «La problemática de los swaps en los procedimientos concursales». *En Newsletter Pérez-Llorza*. Enero 2011, p. 4.

compensación ex art. 1195 C.c. De ahí que esta teoría postule la calificación de los créditos derivados del concurso como créditos contra la masa¹²²¹.

Una tercera teoría tilda los créditos derivados de los swaps como subordinados en los casos de operaciones vinculadas¹²²². Es de destacar que esta teoría concibe los créditos derivados del vencimiento anticipado de los swaps por incumplimientos posteriores al concurso, como créditos contra la masa, calificación que se justifica no sólo por la remisión que al art. 61.2 LC hace el párrafo 1.º del art. decimosexto del RD-Ley 5/2005, sino en la afirmación de que el acuerdo de compensación es un contrato de prestaciones recíprocas.

Dicha teoría sostiene además la sustantividad de la calificación de las operaciones como operaciones vinculadas o no vinculadas¹²²³. En el caso de operaciones vinculadas, el contrato se extingue al declararse el concurso, siendo el crédito resultante, un crédito subordinado, calificación que en su caso podrá ser impugnada.

No obstante lo dicho, dicha interpretación choca frontalmente con el tenor del párrafo segundo del art. 16.2 citado, cuya literalidad señala que si el contrato se mantiene vigente, las liquidaciones serán tratadas como créditos contra la masa, mientras que si el contrato se resuelve por incumplimientos anteriores a la declaración del concurso, los créditos derivados, se tacharán de concursales, o lo que es igual de ordinarios o con privilegio especial.

¹²²¹ No obstante, el TS sostiene un criterio dispar distinguiendo entre el sinalagma funcional y genético, tal como analizaremos posteriormente.

¹²²² Esta teoría nace en el seno de un Seminario celebrado el 21 de enero de 2010 y el 1 de febrero de 2010 por doce jueces de los Juzgados de lo Mercantil de Barcelona. Véase RODRÍGUEZ, Guillermina Ester. La problemática...ob. cit.

¹²²³ Según esta teoría operaciones vinculadas son aquellas respecto de las cuales la administración concursal pueda probar la vinculación directa de swaps con operaciones de pasivo (préstamo, apertura de crédito...) suscritas con el concursado.

En contra, la Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 4 de Barcelona de 28 de septiembre de 2009, señala que, si el SWAP estuviera vinculado con una operación de pasivo, deberá analizarse la situación en que se haya el contrato con el que está vinculado. De este modo si estuviera vigente, por aplicación del art. 61.3 LC, los pagos sucesivos tendrán la consideración de créditos contra la masa (y por tanto de cobro preferente respecto de los créditos de acreedores en general). Si se resuelve a consecuencia del concurso, los pagos que el concursado debe realizar se califican como intereses, siendo créditos subordinados.

Si el SWAP no se hallara vinculado a ninguna otra operación financiera, entiende la sentencia que no estamos ante un contrato bilateral al que devenga aplicable el art. 61.2 LC, pues ello conllevaría el otorgamiento de un trato más lucrativo a los contratos especulativos donde no hay transferencia de capital, que al contrato de préstamo¹²²⁴. En tales supuestos, nos encontramos ante un contrato sobre el pago de intereses de un importe nominal. Dichos pagos, si bien no siendo intereses en sentido estricto, deben tratarse como tal. De este modo el contrato se extinguirá conforme al art. 59, y el crédito resultante se calificará como crédito concursal subordinado.

En todo caso, como epílogo de la cuestión tratada y aclarando nuestra postura sobre la calificación de los créditos que surjan del concurso, debemos detenernos en el instante en que se produzca la declaración de concurso y los motivos que lo originan.

Siguiendo esta línea, resulta factible que el vencimiento del contrato se produzca con anterioridad a la declaración de concurso, en cuyo caso, si la entidad de crédito no hubiera cobrado el crédito con anterioridad a la declaración concursal, dicho crédito tendrá la consideración de crédito concursal (arts. 49 y 84.1 LC).

¹²²⁴ Señala la Sentencia que “*el resultado de esa valoración es absolutamente irracional (...), ya que, a un contrato meramente especulativo, en el que no hay transferencia de capital, pero en el que los pagos son el resultado del cálculo de unos intereses se le daría un tratamiento mucho más beneficioso que a un préstamo, en que ha habido transferencia de capital, cuyos intereses retributivos o moratorios, se subordinaban.*”

En el supuesto de que la entidad de crédito declare el vencimiento anticipado del acuerdo de compensación contractual por efecto del concurso, adquiere plena virtualidad el apartado primero del artículo decimosexto del RDL 5/2005 a cuyo tenor: *“La declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente del acuerdo de compensación contractual o de las operaciones financieras realizadas en el marco del mismo o en relación con él no podrá verse limitada, restringida o afectada en cualquier forma por la apertura de un procedimiento concursal o de liquidación administrativa. En caso de ejercicio de la acción resolutoria la indemnización prevista en el artículo 61.2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal se calculará conforme a las reglas previstas en dicho acuerdo.”* De este modo, en virtud del art. 63.2 LC, no deviene aplicable el art. 61.3 pudiendo la parte *in bonis* invocar el concurso de la contraparte como causa de vencimiento anticipado. La liquidación originará un crédito o deuda que, si es a favor del concursado, deberá incluirse en la masa activa, mientras que si fuese a favor de la parte *in bonis*, deberá integrarse en el pasivo, aplicando la norma contenida en el art. 61.1 LC¹²²⁵. En efecto, señala el primer párrafo del art. 16.2 que *“En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de*

¹²²⁵ En este sentido se manifiestan DÍAZ RUIZ y RUIZ BACHS que señalan que *“En el caso de que, al amparo de la previsión contenida en el artículo 16.1 del RDL 5/2005, se declare el vencimiento por razón del concurso o insolvencia del deudor, la conclusión más sólidamente fundada es que el saldo resultante se considere como crédito concursal, con la calificación que corresponda por razón de su naturaleza (normalmente ordinario o, si está garantizado, privilegiado). El tratamiento que debe darse en el concurso al crédito resultante del vencimiento anticipado declarado al amparo del apartado 1 del artículo 16 del RDL 5/2005 se regula en su apartado 2. La utilización de la expresión “se incluirá” apunta a la inclusión de ese crédito entre los créditos concursales. Éste es el criterio sostenido de forma mayoritaria por la práctica judicial (Sentencias del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Barcelona de 19 de noviembre de 2008 y 30 de noviembre de 2009, del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Palma de Mallorca de 11 de noviembre de 2009, o del Juzgado de lo Mercantil nº 2 de Pontevedra de 31 de julio de 2009). Según la primera de esas Sentencias, “siempre que el contrato haya vencido o haya sido resuelto con motivo de la declaración de concurso y no se cierren nuevas operaciones, el saldo resultante del ‘close-out netting’ tendrá la consideración de crédito ordinario, aunque dicha liquidación se produzca con posterioridad a la apertura del procedimiento concursal, e incluso aunque la forma de cálculo del saldo neto incluya variables de cálculo referidas a los pagos pendientes que hubieran debido efectuarse tras dicha apertura”.* DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. Los pagos...ob. cit., págs. 5-10. Y es que a tenor del núm. 2 del art. decimosexto del RD-Ley 5/2005 *“en los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones previstas en el apartado anterior [procedimiento concursal o liquidación administrativa], se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de las operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él”.*

compensación contractual se halle en una de las situaciones previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de la operación u operaciones financieras amparadas en el acuerdo, calculado conforme a las reglas establecidas en él.” El artículo citado, no concreta la naturaleza que debe recibir dicho crédito. Pero parece obvio que el crédito resultante de la terminación anticipada sea por lógica concursal, bien con privilegio especial, si está garantizado, bien ordinario en caso contrario¹²²⁶.

En la hipótesis de que no se haga uso de la facultad de vencimiento anticipado, debemos plantearnos qué régimen aplicar.

Deviene en tal caso aplicable el segundo párrafo del art. decimosexto, a cuyo tenor: *“En caso de concurso, en tanto se mantenga vigente el acuerdo de compensación contractual, será de aplicación lo dispuesto en el primer párrafo del artículo 61.2 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal. Conforme a lo establecido en el artículo 62.4 de la citada ley, si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso y se alegara como causa de resolución dicha situación o el incumplimiento del concursado previo a dicha declaración, el importe neto calculado conforme a las reglas establecidas en el acuerdo de compensación contractual se incluirá en el concurso como crédito concursal. Si el acuerdo fuese resuelto con posterioridad a la declaración de concurso y se alegara como motivo para ello cualquier otro incumplimiento del concursado posterior a dicha declaración, el importe neto calculado conforme a las reglas establecidas en el acuerdo de compensación contractual se satisfará con cargo a la masa.”*

Siguiendo esta norma, si el acuerdo de compensación contractual continuara en vigor, las prestaciones de las que deba responder el concursado deberán satisfacerse con cargo a la masa ex art. 61.2 LC. Si se produjera un vencimiento anticipado del contrato posterior a la declaración de concurso, con fundamento en un incumplimiento

¹²²⁶ SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit., pág. 15.

de las obligaciones del concursado anterior al concurso, o por efecto del concurso, el crédito se tildará de concursal. Pero si fuese producto de un incumplimiento posterior a la declaración de concurso, el crédito se retribuirá con cargo a la masa.

Debemos plantearnos igualmente qué calificación concursal debe dispensarse a los swaps en caso de que se declare la resolución en interés del concurso. Al efecto el TS en S. núm. 192/2014, de 10 de julio¹²²⁷, aplica el art. 61.2 LC y lo califica el crédito contra la masa¹²²⁸. Entiende el Supremo que el Tribunal de apelación erró al aplicar el art. 16 del RDL 5/2005, que se remite al art. 62.4 LC, pues ésta alude a incumplimientos anteriores o posteriores a la declaración del concurso siendo improcedente su aplicación cuando la resolución sea declarada en interés del concurso. Interesante más si cabe que la sentencia de la mayoría, es el voto particular, que dictamina que no deviene aplicable el art. 61.2 LC al no ser el swap un contrato que origine obligaciones recíprocas¹²²⁹, siguiendo la pauta sentada por las SSTs 811/2012, de 8 de enero de 2013, y 797/2012, de 9 de enero de 2013. A su juicio *“Lo que se ha producido (...) es el vencimiento anticipado del contrato, por común acuerdo de las partes (...)”, por ello “el criterio para calificarla como crédito contra la masa o crédito concursal ha de ser el mismo que deba utilizarse para calificar el crédito que hubiera surgido a favor de la entidad financiera en cada una de las liquidaciones periódicas posteriores a la declaración de concurso, (...) puesto que consiste en la actualización*

¹²²⁷ FERNÁNDEZ AGUADO, Juan Ignacio. «Comentario a la STS de 10 de julio de 2014, y su voto particular: clasificación de los contratos de permuta financiera (swaps de tipos de interés) en el concurso de acreedores. Curioso supuesto sobre la naturaleza procesal del recurso de casación». En *Boletín Mercantil*, núm. 18, Julio 2014.

¹²²⁸ *“La norma del párrafo segundo del apartado 2 del artículo 61 de la Ley 22/2003 (...) dispone que, si no hubiera acuerdo en cuanto a la resolución en interés del concurso y sus efectos, el juez decidirá acerca de aquella y de estos, acordando, en su caso, las restituciones que procedan y la indemnización que haya de satisfacerse con cargo a la masa. Así lo hizo (...) el juez del concurso y (...) calificó el derecho a las restituciones e indemnizaciones de que es titular la ahora recurrente como crédito contra la masa (...)”.*

¹²²⁹ Tacha de *“[...] inadecuada la aceptación acrítica por la sentencia mayoritaria del tratamiento que las sentencias de instancia dan al swap como contrato con obligaciones pendientes de cumplimiento a cargo de ambas partes, pues contradice la jurisprudencia sentada por esta sala”.*

de las liquidaciones pendientes de vencimiento conforme a las reglas previstas en el contrato". Es por ello que juzga que la calificación del crédito resultante de la liquidación anticipada del contrato de swap debe ser la de crédito concursal.

Al margen de las cuestiones dogmáticas que suscita tanto la sentencia como el voto particular, y sobre las que ahondaremos con posterioridad, quiero enfatizar que el tratamiento favorable que el legislador ha dispensado a las entidades financieras en materia concursal ha sido el germen de una postura antagónica que los jueces han adoptado, que a toda costa han intentado rehuir la calificación del swap como contrato sinalagmático al efecto de excluir el art. 61.2 LC. En efecto, si el contrato se resuelve en interés del concurso, los daños y perjuicios han de ser indemnizados con cargo a la masa, imponiendo además el RDL que el cálculo del saldo se verifique conforme a lo previsto en el propio acuerdo. Los efectos son claramente discordantes con el tratamiento que se depara a las entidades financieras sujetas a un procedimiento de resolución¹²³⁰ si una entidad de crédito se sujeta a concurso y la administración concursal acuerda la resolución de un derivado con cargo a la masa; no obstante si la entidad se sujeta a un procedimiento de resolución, y la autoridad de resolución resuelve el derivado, aplicando una quita al saldo favorable, éste recibiría el mismo trato que cualquier otro crédito concursal.

Un aspecto que ha quedado fuera del alcance del art. 16 RDL, incluso tras la reforma introducida por la Ley 7/2011, de 11 de abril ha sido la de aquellos casos en que la liquidación final conjunta incluya tanto incumplimientos anteriores como

¹²³⁰ Vid. Ley 11/2015, de 18 de junio, de recuperación y resolución de entidades de crédito y empresas de servicios de inversión (BOE 19 de junio de 2015 en transposición de la transposición de la Directiva 2014/59/UE, de 15 de mayo de 2014, así como de la Directiva 2014/49/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014.

posteriores a la declaración del concurso¹²³¹ y sobre cuyos pormenores no entraremos al escapar del ámbito de este trabajo.

Como colofón queremos constatar que en la actualidad la jurisprudencia menor en su mayoría¹²³² califica como crédito contra la masa las liquidaciones individuales del swap producidas durante el concurso (art. 84. 5 y 6 LC), mientras que si se hace una liquidación final conjunta a través del *close-out netting*, la cantidad obtenida se tacha de crédito ordinario (arts. 84 y ss. LC). En los supuestos en que el incumplimiento del concursado sea posterior a la declaración del concurso, el importe neto de la liquidación final conjunta se satisfará con cargo a la masa¹²³³.

¹²³¹ Véase al respecto SOLANA ÁLVAREZ, Javier. «El tratamiento de los contratos swap de tipos de interés en el concurso: ¿un problema de incentivos?» En *Derecho de los negocios*, Nº 255, Sección Temas de hoy, 2011, págs. 23-31. Señala al afecto que «*si intentamos resolver este supuesto en base a lo dispuesto en el art. 16.2.2º RD Ley 5/2005 (LA LEY. 428/2005) llegamos a la conclusión de que este precepto es contradictorio. Así, habiéndose producido liquidaciones posteriores a la declaración de concurso, el art. 16.2.2º RD Ley 5/2005 (LA LEY. 428/2005) impediría calificar el crédito resultante de la liquidación final conjunta como crédito concursal (efecto reservado a las liquidaciones anteriores a la declaración de concurso o con causa en ella misma). Sin embargo, de acuerdo con el propio art. 16.2.2º RD Ley 5/2005 (LA LEY. 428/2005), y de conformidad con el art. 84.2 de la Ley Concursal, «solamente» los créditos resultantes de las liquidaciones posteriores a la declaración del concurso podrán satisfacerse con cargo a la masa. Es decir, tampoco cabría calificar como crédito contra la masa el que resultare de una compensación que incluyese, no solo liquidaciones posteriores, sino también liquidaciones anteriores a la declaración del concurso. La calificación que deban recibir en estos casos los créditos resultantes de la liquidación final conjunta de acuerdo con la legislación vigente no está, por lo tanto, nada clara*».

¹²³² Entre otras véanse las Sentencias de los Juzgados de lo Mercantil de Barcelona n.º 2, de 19 de noviembre de 2008, de Palma de Mallorca, de 11 de noviembre de 2009, S. de la Audiencia Provincial de Zaragoza (Sección 5ª) de 19 de enero de 2011, Sentencias de las Audiencias Provinciales de Pontevedra (Sección 1ª), de 25 de febrero de 2010, y de Jaén (Sección 1ª), de 18 de febrero de 2010.

¹²³³ Destaca REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit., pág. 2775, que «*En este sentido, la sentencia de la Audiencia Provincial de Toledo, de 12 de septiembre de 2012 (AC 2012/1715), resume el parecer de la denominada jurisprudencia menor del siguiente modo: «El criterio sentado en la sentencia apelada y confirmado por las sentencias de la Audiencia Provincial de Barcelona de 16-2-12 (AC 2012/687), 16-5-11 (AC 2011/1250), 21-2-11 (JUR 2011/181727) o 9-2-11 (JUR 2011/328443) entre otras, no es el mayoritario en las Audiencias Provinciales que se inclinan por calificar las liquidaciones de la permuta financiera producidas después de la declaración del concurso como crédito contra la masa (sentencias de las Audiencias Provinciales de Zaragoza de 26-10-10 (JUR 2010/412347) o 19-11-11, Valencia de 20-1-11 (AC 2011/306), Pontevedra 13-10-10, 29-3-12 ó 27-4-12, Badajoz de 5-5-11 (JUR 2011/214723), Madrid de 18-10-10 o Jaén de 19-2-10, entre otras). Son dos los criterios en los que en esencia se funda la calificación acogida mayoritariamente: la aplicación del artículo 16.2 del Real Decreto-ley 5/05, de 11*

La opinión del TS no sigue el criterio citado, ya que en SSTs de 8 y 9 de enero de 2013, entiende que los créditos derivados de un SWAP no vinculado a otro contrato, no son créditos contra la masa, sino concuriales, al no formar parte de un CMOF, y por ende devenir inaplicable el régimen previsto en el art. decimosexto del R.D.-Ley 5/2005.

De este modo, al entender que los contratos de permuta financiera no son contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento por ambas partes contratantes, los créditos devengados con posterioridad a la declaración de concurso no pueden tener la consideración de créditos contra la masa siendo inaplicables el apartado segundo del artículo 62 y el artículo 84.2 de Ley Concursal.

Es más, se declara que se trata de contratos en los que existe una sola obligación pendiente de cumplimiento por ambas partes ligada al hecho futuro e incierto del pago de la parte que resulte deudora después de la compensación de los flujos objeto de intercambio.

El Supremo parte de la diferencia entre el “sinalagma genético”, referido al instante en el que se perfecciona la relación obligatoria en el que la prestación de cada una de las partes constituye para la otra la causa de la propia, de tal forma que funcionan como contravalor o contraprestación y el “sinalagma funcional” en el que ambas prestaciones deben cumplirse simultáneamente.

Señala que el contrato de SWAP no vinculado, no entraña el nacimiento de obligaciones *funcionalmente recíprocas ya que nada más surgen obligaciones para una de las partes*. Y afirma que estando el contrato suscrito desvinculado de cualquier otra operación *“las prestaciones pendientes de cumplimiento para una de las partes, en*

de marzo (RCL 2005/503), Ley de Mercado de Valores en su redacción por Ley 16/09, de 13 de noviembre (RCL 2009/2193 y RCL 2010/1119) de Servicios de Pago y/o la consideración de la aplicabilidad del artículo 61.2 y del 84.5 y 6 de la LC (RCL 2003/1748) a estas liquidaciones, que contradice lo razonado en la sentencia aquí apelada, porque estaríamos ante el cumplimiento de una obligación recíproca del concursado»”.

este caso para la concursada, no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra”.

De este modo, si el CMOF fuera resuelto con posterioridad a la declaración del concurso, y se adujera como causa cualquier incumplimiento del concursado posterior a la declaración, las obligaciones vencidas, se considerarán créditos contra la masa. Si el incumplimiento del concursado fuera anterior, tendrán la consideración de crédito concursal¹²³⁴.

De igual modo, la STS de 2 de septiembre de 2014 afirma que el Swap no engreda obligaciones recíprocas para las partes, sino tan solo bilaterales: *«no hay duda de que de dicho contrato nacen obligaciones para las dos partes, pero con ello no basta para considerarlas recíprocas, en el sentido expuesto, dado que — pese a su usual denominación de permuta— las prestaciones debidas por cada contratante no constituyen contraprestación de la debida por la otra, que puede incluso no ser exigible nunca».*

Interesante resulta el estudio de la STS de 10 de julio de 2014, en la que se plantea una nueva polémica que merece ser objeto de estudio, pues pese a que parece imponer un cambio de doctrina, en realidad se juzga un supuesto concreto, donde se insta la resolución del swap en interés del concurso por acuerdo de las partes, siendo la controversia el tratamiento del crédito resultante¹²³⁵.

¹²³⁴ Véase RODRÍGUEZ, Guillermina Ester. La problemática...ob. cit.

¹²³⁵ *“Con estos mimbres, el Tribunal Supremo optó por considerar que, en la medida en que se había acordado la resolución, no cabía ya negar el carácter contra la masa del crédito resultante. Obviamente, cuando la concursada o el Administrador Concursal plantean una demanda de resolución y las partes así lo acuerdan, están dando por entendido que existe una relación sinalagmática (de otro modo no habría vínculo que resolver). Y si se resuelve la relación sinalagmática, el crédito generado sólo podría ser contra la masa. Este punto de partida era contrario a la tesis del Tribunal Supremo, que considera que no hay reciprocidad en el caso del Swap. Así lo razona el voto particular. En un planteamiento coherente con la tesis del Tribunal, se expone que ni las partes ni los tribunales pueden cambiar la naturaleza de un contrato. Si partimos de que el Swap constituye un vínculo unilateral, la conclusión solo puede ser que genera créditos concursales. Cosa distinta es que las partes puedan haber estado de acuerdo en otorgar*

En la Sentencia, la recurrente afirma que:

1. Si quien solicita la resolución del contrato por la declaración del concurso o por un incumplimiento del concursado previo a la declaración del concurso, es la entidad financiera, la indemnización derivada tendrá carácter de crédito concursal conforme al párrafo 2.º del art. 16.2 RD-Leg. 5/2005.
2. Si quien solicita la resolución del contrato en interés del concurso, es el concursado, la indemnización resultante a favor de la entidad tendrá la consideración de crédito contra la masa, conforme a los arts. 61.22 y 84.26 LC.

Sin embargo, el Supremo defiende que si el contrato se resuelve en interés del concurso, deviene aplicable el art. 61.2 LC, de modo tal que los efectos de la resolución e indemnización serán con cargo a la masa¹²³⁶.

Ello supone la inaplicabilidad del art. 62.4 LC, previsto únicamente en caso de resolución por incumplimiento.

No obstante, y a mi juicio particularmente interesante es el voto particular de D. Rafael Saraza Jimena, al que se adhiere D. Ignacio Sancho Gargallo, donde indica que dicho crédito no puede considerarse contra la masa, pues:

1. Cuando haya una única operación no deviene aplicable el art. 16 del RD-Ley 5/2005¹²³⁷, pues *“para la aplicación de este régimen legal sería requisito imprescindible la existencia de una pluralidad de operaciones financieras*

a la cantidad resultante de la terminación el carácter de crédito contra la masa”. VILLORIA RIVERA, Íñigo. «Swaps y Ley Concursal». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 23, Sección Cuestiones prácticas, Segundo semestre de 2015, Editorial LA LEY.

¹²³⁶ Estaremos pues ante un crédito concursal contra la masa.

¹²³⁷ “La liquidación, con la consecuencia de que se crea una única obligación jurídica, a que alude el artículo 5 del RDL 5/2005, no es la que se produce internamente dentro de una misma operación de swap de tipos de interés, sino la que tiene lugar entre operaciones distintas concertadas al amparo de un CMOF.”

concertadas al amparo de un acuerdo de compensación contractual como es el contrato marco de operaciones financieras (CMOF)”.

Dicha idea ha sido acogida por una abundante doctrina¹²³⁸, donde se defiende que dicho precepto no sería de aplicación a los contratos marco donde se negocie un único derivado OTC, argumentándose que es de esencia a los acuerdos de compensación contractual, la coexistencia de al menos dos o más operaciones.

Esta conclusión se respalda en el fin de los pactos de compensación, que no es sino la mitigación del riesgo de crédito, idea cierta aunque de modo parcial, pues es sólo una de las varias finalidades que puede perseguir¹²³⁹.

¹²³⁸ Por ejemplo, CERDÁ ALBERO, Fernando «El tratamiento concursal de los swaps de tipos de interés». GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco; MARIMÓN DURÁ, Rafael (coord.). *Estudios de Derecho del Mercado Financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*. Valencia: Publications de la Universitat de València, 2010, págs. 936-937; CERVERA MARTÍNEZ, Marta «Efectos del concurso sobre los contratos». MARTÍN MOLINA, Pedro B. *La reforma de la Ley Concursal analizada por especialistas* (2012). Madrid: Dykinson, 2012, 1ª ed., págs. 210-212. Se refieren a diversos argumentos como, por ejemplo, el plural «operaciones» utilizado en el art. 5.1 RDL.

¹²³⁹ Según el voto particular (apartado 1), «Como cuestión previa y fundamental para resolver la cuestión objeto del recurso, a la permuta financiera de tipos de interés (swap de tipos de interés) objeto de este recurso no le es aplicable el régimen especial previsto en el art. 16, en relación al 5, del RDL 5/2005. En consecuencia, hemos de adelantar que no se ha infringido el art. 16.2.2.º del RDL 5/2005 ni se ha dado eficacia retroactiva a la Ley 7/2011, que lo reforma. Para la aplicación de este régimen legal sería requisito imprescindible la existencia de una pluralidad de operaciones financieras concertadas al amparo de un acuerdo de compensación contractual como es el contrato marco de operaciones financieras (CMOF), de naturaleza distinta a las operaciones incluidas en su ámbito, respecto de las que se produzca una liquidación anticipada por la declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente de las operaciones financieras realizadas en el marco del acuerdo de compensación contractual o en relación con este. La liquidación, con la consecuencia de que se crea una única obligación jurídica, a que alude el art. 5 del RDL 5/2005, no es la que se produce internamente dentro de una misma operación de swap de tipos de interés, sino la que tiene lugar entre operaciones distintas concertadas al amparo de un CMOF. Se trata de una técnica de reducción de riesgos para el caso de que la contraparte con la que la entidad bancaria tenga concertada varias de estas operaciones financieras no sea capaz de responder de las obligaciones contraídas por causa de incumplimiento, concurso, liquidación u otra circunstancia similar, a efectos de determinar la relación entre sus recursos propios y el importe de las operaciones sujetas a riesgo y, con ello, la exposición actual de la entidad bancaria, como resulta de la Directiva 2002/47/CE, de 6 de junio, a la que estos preceptos del RDL 5/2005 sirven de desarrollo, pues la reducción de riesgos conlleva la reducción correlativa de exigencia de recursos propios. Mediante la liquidación del saldo neto de las posiciones acreedoras y deudoras derivadas de las operaciones financieras objeto del acuerdo de compensación contractual, el riesgo de crédito queda reducido a la posición neta entre ambas partes (...). Según el apartado 2, «Si no se formalizan operaciones ulteriores entre las partes y solo se formaliza una

2. Las obligaciones producto de una única operación de SWAP que se suceden no son prestaciones “*recíprocas*” pendientes de cumplimiento para ambas partes, sino prestaciones autónomas no relacionadas entre sí (*sintagma funcional* o *sintagma genético* lo llama el TS) por lo que no se aplica el art. 61.2 LC ni el art. 62.1 LC, sino el art. 61.1 LC. O lo que es igual, los IRS con contratos aleatorios bilaterales, pero carecen de la condición de sinalagmáticos desde el punto de vista funcional. Es por ello que nunca podrían considerarse como contratos con obligaciones recíprocas pendientes de cumplimiento, y por ende no podrían liquidarse contra la masa.
3. En el caso de que cada una de las liquidaciones del SWAP trimestrales sea concursal¹²⁴⁰ no tiene sentido que el vencimiento anticipado y la indemnización (que es lo que se pierde por las liquidaciones no practicadas) se sujeten a tratamientos distintos.

operación financiera al amparo del CMOF, no puede considerarse que el acuerdo de compensación contractual incluido en dicho CMOF carezca de causa por cuanto se encuentra potencialmente abierto a la inclusión de otras operaciones en el mismo y su contenido sirve para integrar la reglamentación contractual de la operación financiera contratada a su amparo. En nuestro caso, aparte del swap de tipos de interés objeto del litigio, no se ha mencionado ni justificado la existencia de otras operaciones financieras incluidas o afectadas por el acuerdo de compensación contractual que hubieran sido concertadas entre BANESTO y PREFABRICADOS CASTELO al amparo de un CMOF». Y en el apartado 3: «Pero si lo que la entidad financiera pretende hacer valer no es la compensación del resultado de varias operaciones financieras resueltas (lo que en la terminología anglosajona utilizada en este sector se denomina el netting), sino que se fije el crédito que a su favor resulta de un único contrato de swap, bien porque este continúe en vigor y se sigan produciendo liquidaciones periódicas, bien porque se produzca el vencimiento y liquidación anticipados del contrato de swap y se fije una única obligación a cargo de una de las partes, consistente en el valor actualizado de las liquidaciones pendientes de vencimiento conforme a la previsión contenida en el propio contrato, no es aplicable el art. 16.2 del RDL 5/2005 porque no se está aplicando el acuerdo de compensación contractual previsto en el art. 5 de dicha norma. El swap de tipos de interés es una única operación financiera, sin perjuicio de que se vayan produciendo las liquidaciones periódicas y sucesivas en el tiempo. Si sólo se ha realizado una operación financiera, el swap de tipos de interés, aunque se haya celebrado en el ámbito de un CMOF, no cabe hablar de compensación alguna a los efectos del art. 5 del RDL 5/2005 y por tanto no resulta de aplicación el art. 16 del RDL 5/2005».

¹²⁴⁰ Ver motivos en sentencias del TS núm. 811/2012, de 8 de enero de 2013, y 797/2012, de 9 de enero de 2013.

Así pues, queda por determinar la aplicabilidad del art. 16.2 a los supuestos en que se haya contratado un único derivado al amparo de un contrato marco. Antes de ahondar en esta cuestión debemos introducir dos ideas.

De un lado, debemos destacar que tanto el CMOF como los modelos ISDA, parten del supuesto de que sólo las operaciones se resuelven, pero no así el contrato marco y sus anexos.

De otro, si bien se emplea en el presente trabajo el término de resolución anticipada, esto difiere de ser pacífico, pues se está con ello integrando la terminología de los modelos ISDA, sujetos al derecho inglés o del Estado de Nueva York. Dichos modelos distinguen entre los *Events of Default* (eventos de incumplimiento), imputables a las partes y los *Termination Events* (eventos de terminación), basados en hechos objetivos que afectan a una o varias operaciones determinadas. Los primeros entrañan la resolución anticipada de todos los derivados OTC, mientras que los segundos sólo la de las operaciones pertinentes afectadas¹²⁴¹.

Resulta determinante destacar que los modelos ISDA admiten que se someta a *close-out netting* una única operación, si es la exclusivamente afectada por un *Termination Event*¹²⁴², y siendo los modelos ISDA paradigma del acuerdo de

¹²⁴¹ “Los términos precisos de la traslación de estas figuras al derecho español son harto discutibles, por lo que comprensiblemente el art. 16.1 RDL se refiere, con ánimo omnicomprendivo, a declaración del vencimiento anticipado, resolución, terminación, ejecución o efecto equivalente como términos indistintamente aplicables”. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit. Así a modo de ejemplo a propósito del art. 61.2.2 LC en este supuesto de resolución contractual la causa de la misma no es el incumplimiento -como sucede en la regla general del 1.124 CC y como veremos en el artículo 62LC - sino que es el interés del concurso, entendido como la mayor satisfacción de los acreedores, por ello será irrelevante que el acreedor in bonis alegue que cumplió fielmente su obligación, lo trascendente será las consecuencias que tenga la resolución para el procedimiento concursal y lo necesaria que sea esta resolución para evitar generar más créditos contra la masa, por la innecesaridad del bien sobre el que recaiga el contrato o de la mercancía por la falta de actividad del deudor. CERVERA MARTÍNEZ, Marta «Efectos del concurso sobre los contratos». MARTÍN MOLINA, Pedro B. *La reforma de la Ley Concursal analizada por especialistas* (2012). Madrid: Dykinson, 2012, 1ª ed., pág. 179.

¹²⁴² Véase cláusula 5 (b) ISDA. Igualmente, la Estipulación 5ª CMOF señala que *las cantidades a pagar en la misma fecha y en la misma moneda en virtud de una misma Operación se liquidarán por su saldo,*

compensación regulado por la Directiva 2002/47/EC del Parlamento Europeo y del Consejo de 6 de junio de 2002 sobre acuerdos de garantía financiera, resulta de trascendencia que la misma no contenga disposición alguna en contra de este proceder.

Es más, el *close-out netting*, cumple además de la función mencionada en el voto particular, las siguientes funciones:

- (i) Soslayar el llamado cherry picking, cuyo fundamento tiene por base una pluralidad de operaciones vivas.
- (ii) Limitar el consumo de recursos propios al valor de mercado de la cartera.
- (iii) Favorecer la ejecución de las garantías financieras insertas en el acuerdo de compensación contractual¹²⁴³.

De este modo para satisfacer el cumplimiento de las dos últimas funciones es preciso que el *close-out netting* proceda en los supuestos en que exista una única operación, pues es fundamental que la operación extinguida sea reemplazada por una nueva obligación cuyo importe equivalga al valor de la misma.

A mayor abundamiento, el art. 16.2 RDL ventila la cuestión al señalar en su tenor que «*En los supuestos en que una de las partes del acuerdo de compensación contractual se halle en una de las situaciones previstas en el apartado anterior, se incluirá como crédito o deuda de la parte incurso en dichas situaciones exclusivamente el importe neto de **la operación u operaciones financieras amparadas en el acuerdo**, calculado conforme a las reglas establecidas*»¹²⁴⁴.

salvo que las Partes acuerden un sistema distinto en el Anexo I o en las correspondientes Confirmaciones.

¹²⁴³ ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

¹²⁴⁴ Tesis que constata con total claridad SÁEZ LACAVE, María Isabel. Los derivados...ob. cit. p. 14. Igualmente, VILLORIA RIVERA, Íñigo. Swaps...ob. cit.

En esta línea la STS núm. 187/2014, de 2 de septiembre de 2014, sobre la base de una interpretación finalista de la norma del *artículo 5 del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo*¹²⁴⁵, declara que la misma es aplicable siempre que la operación objeto del acuerdo, aunque sea única, genere obligaciones para las dos partes susceptibles de compensación¹²⁴⁶. En la misma línea las SSAP de Madrid de 4 y de 18 de mayo de 2015 sopesan la inexcusable aplicación del art. Decimosexto del RDL citado, en la medida en que se den los requisitos objetivos y subjetivos de aplicabilidad del mismo.

Por el contrario la STS 629/2015, de 17 de noviembre de 2015, indica que sólo puede ampararse en la normativa especial constituida por el Real Decreto Ley 5/2005, aquel contrato normativo o acuerdo marco por el que *«se cree una única obligación jurídica, que abarque todas las transacciones incluidas»* entre la entidad de crédito y su contraparte. Señala al efecto que *«como hemos dicho, la función primordial del acuerdo de compensación es doble: por un lado, permitir la compensación entre diferentes derivados contratados entre las mismas partes y, por el otro, permitir que se sujete a una regulación concursal especial. Pues bien, ambas funciones tienen sentido y alcanzan su finalidad cuando el acuerdo de compensación comprende varios contratos de instrumentos financieros distintos y la contratación acontece entre profesionales (por ejemplo, dos bancos). Pero pierde completamente su sentido cuando, como sucede en el caso, el acuerdo de compensación comprende un único derivado, puesto que entonces no habrá compensación posible»*. Por tanto *«El presupuesto de aplicación del art. 16 del Real Decreto Ley 5/2005 ha de ponerse en relación con el art. 5 de la misma norma, de tal manera que se sometan al CMOF una pluralidad de operaciones*

¹²⁴⁵ Que no sólo se limitó a transponer la Directiva 2002/47/CE, de 6 de junio de 2002, como resulta de su exposición de motivos.

¹²⁴⁶ Como correctamente manifiesta, la tesis que afirma que no tiene naturaleza de acuerdo de compensación aquel que tenga por objeto una única operación *«no nos parece adecuada en una interpretación finalista de la norma del art. 5 del RDL 5/2005, a la luz de que la misma es aplicable siempre que la operación objeto del acuerdo, aunque sea única, genere obligaciones para las dos partes susceptibles de compensación»*.

*financieras, cuyas respectivas liquidaciones están destinadas a ser compensadas para dar lugar a un saldo neto único, calculado conforme a las reglas establecidas en el acuerdo marco de compensación contractual. Pero en el caso del que trae causa el presente recurso de casación, la entidad acreedora no está haciendo valer el saldo neto, como obligación única, del producto de la liquidación de una pluralidad de operaciones amparadas en el contrato CMOF, y calculado conforme a lo establecido en él, sino, a efectos de clasificación de créditos, las liquidaciones resultantes de una única operación financiera, el contrato swap, que conforme a todo lo expuesto no cabe identificar sin más con el acuerdo de compensación al que se refieren los indicados arts. 5 y 16 del citado RDL. Además, cuando se trata de una única operación, ni siquiera se trataría de una compensación "stricto sensu", sino de una operación aritmética de liquidación o deducción (a veces llamada "compensación técnica") de un único contrato. Dicho de otro modo, solo puede ampararse en la normativa especial constituida por el Real Decreto Ley 5/2005 aquel contrato normativo o acuerdo marco por el que «se cree una única obligación jurídica, que abarque todas las transacciones incluidas» entre la entidad de crédito y su contraparte [Anexo III, Parte 7 a), de la Directiva 2006/480/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio (refundición)] ». En consecuencia se concluye que «Los créditos derivados de contratos de permuta financiera en que el deudor se encuentre en concurso **son créditos concursales** y no contra la masa, **con independencia de que se hayan devengando antes o después de la declaración de concurso**».*

Otro aspecto que debemos destacar es la confusión del voto particular en torno al concepto de swap de tipo de interés, que concibe como el intercambio de un diferencial entre un tipo fijo y otro variable, sobre un nocional concreto, siendo esta una de las modalidades posibles de swaps de tipo de interés, el llamado IRS.

Lo habitual es que el IRS se liquide por diferencias, puesto que las fechas de pago normalmente coinciden para cada parte contratante y se pactan sobre la misma

moneda. No obstante, este proceder no se pacta en el IRS, sino que es efecto de una disposición general del contrato marco, que dispone la compensación de los pagos denominados en la misma divisa que se intercambien las partes en una misma fecha en virtud de una misma operación, teniendo por ende un efecto operacional, no jurídico. En suma, se trata de una práctica que tiene por objeto reducir el riesgo de crédito y operativo.

Y es que debemos destacar que en el swap de tipos de interés no necesariamente se da la liquidación por diferencias, pues existen modalidades como por ejemplo el *swap basis* donde la compensación sólo puede operar en ciertos periodos¹²⁴⁷ y siempre y cuando se denominen en la misma moneda. Además, no es posible la compensación en los intercambios de flujos referenciados a tipos fijos. Incluso hay casos como el *swap de cupón cero* (modalidad del IRS) en el que la liquidación del tipo fijo se difiere al vencimiento, y cuya estructura excluye la compensación.

Por otro lado, negar al swap el carácter de contrato sinalagmático, supone a nuestro juicio un gran error, dado que la compensación, como modo de extinción de las obligaciones ex art. 1156 C.c. presupone una previa reciprocidad de las obligaciones. Además, la nueva redacción del art. Decimosexto del RDL 5/2005, dispensa al swap el tratamiento propio de los contratos con obligaciones recíprocas, por expresa remisión a los arts. 61.2 y 62.4 LC, lo que nos conmina a calificar como sinalagmático al swap.

De todo lo expuesto concluimos que si bien la jurisprudencia menor ante la calificación de los créditos surgidos de derivados OTC ha resumido todos los

¹²⁴⁷ Ya desde los inicios de este mercado se conoce bien la figura del *swap* de bases (*basis swap*) en donde ambos flujos intercambiados se refieren a tipos de interés variable con distintos plazos. De este modo, por ejemplo, se intercambia un flujo referenciado a un Euribor a un año por otro referenciado a un Euribor a tres meses. Dado que las fechas de pago suelen fijarse en función del plazo del tipo variable de referencia aplicado, en el supuesto anterior existirán cinco pagos: cuatro trimestrales correspondientes al Euribor a tres meses y uno anual ligado al Euribor a un año. Huelga decir que en tal hipótesis la compensación sólo podría operar respecto del único pago anual y de uno de los trimestrales. ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. La caracterización...ob. cit.

resultados posibles (crédito contra la masa, crédito concursal o crédito subordinado) resta a nuestro Tribunal avanzar en torno a una calificación congruente entre los ordenamientos jurídicos de los Estados de la Unión Europea.

Cabe recordar que las normas que regulan la materia tienen en su mayoría origen internacional, lo que destaca los graves riesgos sistémicos comprometidos en la contratación de dichos derivados, lo que supondrá en su debido momento un pronunciamiento al efecto por parte del Tribunal de Luxemburgo, que esperamos ponga fin al debate suscitado.

En todo caso, conviene por último destacar que no importa tanto la calificación del contrato como conmutativo, condicional o aleatorio, dado que el art. 2 de la Directiva (e igualmente el art. 6.4. RDL) integra dentro de las obligaciones principales todo tipo de obligación sea actual, futura, real, condicional o posible, siendo una enumeración de carácter enunciativo y sin ánimo de exhaustividad.

Lo relevante en nuestro sistema jurídico es el instante en el que se produce el evento que conlleva la resolución de la cartera de derivados OTC. De este modo, si la causa es previa a la declaración del contrato, o concurrente, estaremos en presencia de un crédito concursal ordinario. Si es ulterior, nos hallaremos ante un crédito contra la masa. En el ínterin, los créditos que surjan del derivado se liquidarán contra la masa.

4.2. Cesión del swap en sede concursal.

Otro asunto que corresponde solventar en este apartado es el relativo a la posible cesión de los contratos de swaps una vez iniciado el concurso.

Brevemente, a efectos de dilucidar la procedencia de la cesión de contrato, diremos que no es una figura que se halle expresamente regulada en el Código civil¹²⁴⁸, pero que viene siendo admitida por la mayoría de la doctrina y jurisprudencia¹²⁴⁹.

Analizando la cláusula 17 del CMOF¹²⁵⁰ *“Las Partes no podrán ceder la totalidad o parte de este Contrato, sin el previo consentimiento por escrito de la otra Parte. No obstante lo anterior, podrán ser cedidos sin necesidad de consentimiento de la otra Parte los derechos a recibir pagos y/ o entregas que cualquiera de las Partes ostente en virtud del Contrato, siempre que no suponga un perjuicio para la otra Parte.”*

Del tenor de dicho precepto se deduce la factibilidad de la cesión contractual del swap previo consentimiento de la otra parte, y de la cesión de créditos que no supongan perjuicio para la otra parte, sin necesidad de contar con tal consentimiento.

¹²⁴⁸ Al efecto nuestro Código, sólo contempla la figura de la cesión de créditos y asunción de deudas ex art. 1112 C.c., siendo fundamento para su admisibilidad el art. 1255 C.c. Se contemplan por el legislador además numerosos supuestos de cesión del contrato en leyes especiales (i.e. la “sucesión de empresa” regulada por el art. 44 del Estatuto de Trabajadores (en vigor hasta el 1 de enero de 2015), en la cesión de contratos del sector público, según regulación contenida en el RD-Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre (arts. 226 y ss.), en la cesión de contratos de “arrendamiento rústico”, conforme la Ley 49/2003, de 26 de noviembre, de Arrendamiento Rústicos, en la cesión de contrato de arrendamiento urbano de “vivienda” y de “uso distinto a vivienda” (local de negocio) regulada por la Ley 29/1994, de 24 de noviembre (arts. 8 y ss.). Así muchos autores han mantenido la posibilidad de admitir la asunción de deudas sin que se verifique una novación por cambio del deudor ex art. 1203 C.c. (que alude a que “Las obligaciones pueden modificarse sustituyendo la persona del deudor”). Obsérvese que el precepto habla de modificar, no de extinguir. De este modo es factible la figura de la cesión de contrato, concebida como una suma de cesión de créditos y asunción de deudas.

¹²⁴⁹ Podemos definir la cesión de contrato como la transmisión de la íntegra posición contractual que una persona ocupa en un determinado contrato. LASARTE ALVAREZ, Carlos. *Principios...* ob. cit., pág. 133. Por otro lado (GARCIA AMIGO, Manuel. *La cesión del contrato en el Derecho español*. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1964, p. 80) se puede entender que la cesión de contrato es *“un negocio jurídico concluido entre las partes contratantes y un tercero, cuya finalidad es sustituir a una de ellas por dicho tercero en la titularidad de la relación contractual, la cual permanece idéntica en su dimensión objetiva”*. Sobre las teorías en torno a la naturaleza jurídica de la cesión de contrato véase GARCIA AMIGO, Manuel. *La cesión...* ob. cit., págs. 251 y ss.

¹²⁵⁰ Los ISDA Master Agreement por su parte han desarrollado un modelo novación contractual: el ISDA Novation Agreement. Resulta conforme a la regla del art. 1205 C.c. que señala que *“la novación, que consiste en sustituirse un nuevo deudor en lugar del primitivo, puede hacerse sin el consentimiento de éste, pero no sin el consentimiento del acreedor”*

Sin embargo, a nuestro juicio, si bien la cesión del contrato de swap fuera del concurso, es un fenómeno incuestionable, la cesión de dicho contrato en sede de concurso, cuando sólo una de las partes haya cumplido sus obligaciones carece a nuestro padecer de total virtualidad. Y es que, si el cedente es aquella parte que ya cumplió sus obligaciones, técnicamente hablaremos de cesión de créditos; y si el cedente es aquel que aún no ha cumplido con sus obligaciones, hablaremos de asunción de deudas.

En cambio, la figura de la cesión de contrato ostenta verdadera significación en el caso de que ninguna de las partes hubiera cumplido aún las obligaciones que emanen de un contrato bilateral, siendo presupuesto de virtualidad la concurrencia de las siguientes circunstancias¹²⁵¹:

- a) Que se trate de contratos bilaterales o contratos sinalagmáticos imperfectos.
- b) Que se trate de contratos de ejecución diferida.
- c) Y que existan obligaciones incumplidas por ambas partes.

Creemos por tanto que es posible una novación subjetiva, pero no cesión, ya que *entraña la sustitución de uno de los dos titulares originarios de la relación obligatoria por un nuevo titular, sea en la posición activa, sea en la posición pasiva, acompañada de la extinción de dicha relación y el nacimiento de una nueva relación obligatoria. En la cesión de contrato, en cambio, la relación contractual originaria permanece inalterable, pese a la subrogación de una parte por un tercero*¹²⁵².

En base a lo anterior podríamos afirmar que la administración concursal puede instar la resolución del contrato en interés del concurso, resolución que puede articularse a través de la cesión del contrato marco, sea a través de una novación

¹²⁵¹ En este sentido FIGUEROA YÁÑEZ, Gonzalo. *El Patrimonio*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1997, pág. 264.

¹²⁵² FIGUEROA YÁÑEZ, Gonzalo. *El Patrimonio...*ob. cit., pág. 261.

extintiva ex art. 61.2 LC o mediante la adquisición de activos a través de una contraprestación ex art. 43.2 LC (dependiendo de si se generan saldos favorables o desfavorables para la concursada).

En tal caso, sería menester obtener el consentimiento de la administración concursal al efecto de proceder con la resolución y consiguiente extinción de la relación contractual a través de la novación extintiva y subjetiva, salvo que el vencimiento por incumplimiento de la concursada sea posterior al concurso, en cuyo caso, la entidad de crédito podría instar la resolución del contrato ex art. 62 LC.

5. Rescisión: aplicabilidad de la cláusula *rebus sic stantibus* en el ámbito del swap de tipos de interés.

La rescisión es la ineficacia sobrevenida de aquellos contratos que regularmente formados se consideran ineficaces por razón de los perjuicios que ocasionan¹²⁵³. Las causas que contempla el C.c. en este campo, se reducen a la rescisión por lesión (art. 1291.1 y 2), y fraude (art. 1291.3 que faculta a los acreedores perjudicados para ejercitar la acción pauliana, 1291.4, y 1292 respecto de los pagos hechos en estado de insolvencia), aunque otros motivos legales puedan ser alegados.

Lo primero que queremos plantear en este epígrafe es la posibilidad de instar la rescisión por causa de lesión de los swaps, pues la doctrina encuentra reticencias a su aplicación a propósito de los contratos aleatorios. La razón de ello estriba en la imposibilidad de determinar la lesión a que se enfrenta la parte afectada, debido a la incertidumbre que rodea los contratos aleatorios y a la aceptación de los desequilibrios

¹²⁵³ Supone un medio de extinguir los contratos, de terminar con su eficacia, de una manera unilateral y en virtud de una permisión legal que, ante determinadas circunstancias que prevé, faculta para ello al que sufriendo, un determinado perjuicio, no tiene otra manera de remediarlo. MORENO QUESADA, Bernardo, «Comentario a los artículos 1290 a 1299 del Código civil». En *Comentarios del Código civil*, T. II. Madrid: Ministerio de Justicia, 1993, págs. 521 a 540.

entre las prestaciones de las partes, que no es más que una manifestación de la dinámica del contrato en sí¹²⁵⁴. Dicha cuestión se enmarca en el debate acerca de la naturaleza aleatoria o conmutativa del swap, que como vimos a propósito de los caracteres de este contrato en el Capítulo 2, resolvimos en favor de la conmutativa, salvando con ello cualquier escollo a la posible rescisión del swap, que por ello estimamos sin lugar a dudas.

La cuestión que debemos plantear a nuestro juicio no es tanto la viabilidad de instar la rescisión por lesión, que entendemos factible, siempre y cuando den los motivos que señalan los arts. 1291 y 1292¹²⁵⁵, sino la aplicabilidad de la cláusula “*rebús sic stantibus*” en los supuestos en que hubiera un desequilibrio entre las partes producto de la ejecución de este contrato¹²⁵⁶. Como señala la Sentencia nº 246/2014 de AP Barcelona, Sección 16ª, de 15 de mayo de 2014 “*el contrato terminó produciendo muy mal resultado para la demandante. Pero originariamente ya era desequilibrado a favor de la caja de ahorros porque, si el tipo de referencia subía mucho, la caja de*

¹²⁵⁴ Vid. entre otros BALESTRA, Luigi; DI MARIA, Filippo et al. *Contratos aleatorios*. Madrid: Reus, 2012, págs. 28 y ss. “*El principal fundamento de la exclusión de los contratos aleatorios de la aplicación de estas figuras es la imposibilidad de apreciar la lesión en razón de la incertidumbre que caracteriza la importancia económica de las prestaciones de al menos una de las partes, así como el hecho de que, aceptando un alea, cada parte ha aceptado con ello un riesgo de desequilibrio entre las prestaciones en su detrimento*”.

¹²⁵⁵ ALBALADEJO GARCÍA. *Compendio de Derecho Civil*, 14ª edición. Edisofer: Madrid, 2011, p. 228. J.L. LACRUZ BERDEJO. *Elementos de Derecho Civil II, Derecho de obligaciones (vol. I)*, 4ª. Dykinson: Madrid, 2007, págs. 574 y ss.

¹²⁵⁶ Un peculiar problema que puede suscitar la dinámica de la relación obligatoria, es el de la alteración de las circunstancias que sirvieron para configurar un determinado programa prestacional, de tal forma que la modificación posterior, puede frustrar la finalidad del contrato o alterar sustancialmente la equivalencia de las prestaciones, produciendo una excesiva onerosidad para alguna de las partes de la relación obligatoria. Para la solución de este problema, en el Derecho español, se elaboró jurisprudencialmente la teoría de la *cláusula rebús sic stantibus*, que partiendo de la premisa de que las partes se obligan en atención a determinadas circunstancias, permite que cuando éstas varíen en los términos expuestos, se pueda llegar a la extinción de la relación obligatoria o a la acomodación de su contenido a la variación producida. Se enmarca dicha teoría, en los distintos remedios que el Derecho comparado ha dado a la solución de dicho problema, y que van desde la referida cláusula en el Derecho español, hasta la teoría de la imprevisión del Derecho francés, de la base del negocio en el Derecho alemán (creada por OERTMANN y LARENZ), hasta la teoría de la excesiva onerosidad de la prestación en el Derecho italiano (arts. 1447-1479 del C.c. italiano de 1942).

ahorros veía limitada su responsabilidad. Si bajaba, por el contrario, la cliente podía tener que pagar mucho más. Pero ha de tenerse muy presente que el artículo 1.293 del Código Civil prohíbe la rescisión de los contratos por lesión, o sea por ser desequilibrados, salvo en los supuestos que expresamente contempla la ley, de modo que el desequilibrio de que hablamos no puede incidir en la validez del contrato¹²⁵⁷”.

¿Puede pues la crisis económica invocarse como premisa de aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus*? ¿Qué efectos conllevaría su aceptación en vía judicial?

Se acostumbra a diferenciar los supuestos de imposibilidad y los de excesiva onerosidad sobrevenida para el deudor, a cuyos efectos se asimilan los casos de imposibilidad sobrevenida en sentido subjetivo¹²⁵⁸ y objetivo, vaticinándose la aplicación de la *cláusula rebus sic stantibus* también en los casos en los que la prestación no deviene del todo imposible, pero sí excesivamente onerosa¹²⁵⁹.

En nuestra jurisprudencia, se admite la revisión de un contrato por medio de la cláusula indicada, bien a través de la doctrina de la excesiva onerosidad, bien a través del recurso a la alteración de la base del negocio¹²⁶⁰.

¹²⁵⁷ En idéntico sentido vid. Sentencia núm. 855/2012 de 21 diciembre (JUR 2013\42088), Sentencia n.º 449/2013 de AP Barcelona, Sección 16ª, 6 de Septiembre de 2013, Sentencia n.º 121/2013 de AP Barcelona, Sección 16ª, 1 de Marzo de 2013.

¹²⁵⁸ Los casos de imposibilidad subjetiva se sujetan a un referente doble: de un lado al art. 1104 C.c., y en particular a determinadas circunstancias personales, temporales o sociales del obligado a la prestación.

¹²⁵⁹ En este sentido véase SÁNCHEZ MARTÍN, Carlos. «La cláusula rebus sic stantibus en el ámbito de la contratación inmobiliaria. Aplicación a los supuestos de imposibilidad de financiación en la compraventa de viviendas. Comentario a la Sentencia dictada por el pleno de la Sala Primera el 17 de enero de 2013». En *Diario La Ley*, n.º 8077, 7 de mayo de 2013 (Sección Tribuna), p. 4.

¹²⁶⁰ Véase SSTs de 9 de mayo de 1983 –RJ 1983/2678; 17 de mayo de 1986 –RJ 1986/2725; 21 de febrero de 1990 –RJ 1990/707. La justificación de la cláusula no se haya en una voluntad implícita de las partes, o pacto alguno, sino que es una aplicación en los contratos de ejecución diferida en el tiempo de las reglas de integración contractual, que imperativamente contempla el art. 1258 C.c., y que son indisponibles a la voluntad de las partes. En este sentido véase LEONSEGUI GUILLOT, Rosa Adela. «El contrato de opción como contrato atípico de tracto único: examen jurisprudencial de la aplicabilidad de la

Los efectos de la aplicabilidad de la referida cláusula se reconducen a la compensación del desequilibrio sobrevenido, no produciendo la resolución o ineficacia del contrato.

¿Qué requisitos demanda la aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus*?

El TS se ha mostrado muy restrictivo a la hora de aplicar la citada cláusula, en firme decisión de no erosionar el pilar esencial del derecho contractual (*pacta sunt servanda*)¹²⁶¹, siendo los requisitos de aplicación rigurosos¹²⁶²:

1. Que se produzca una alteración extraordinaria de las circunstancias concurrentes en el instante de cumplir el contrato en contraste con las tenidas en cuenta en el instante de la perfección.
2. Que dichas circunstancias hayan sido imprevisibles.
3. Que se produzca una desproporción desmesurada entre las prestaciones de las partes que conlleve la ruptura del equilibrio negocial.
4. Que no haya otro recurso para salvar o impedir el perjuicio.
5. Buena fe de quien la invoca.

En todo caso, a los requisitos ya mencionados debemos sumar otros, secundarios pero imprescindibles para la apreciación de la cláusula, pues su ámbito se

resolución por el cambio o alteración de las circunstancias». En *Revista de Derecho UNED*, n.º 10, 2012, págs. 315-345.

¹²⁶¹ GARCÍA CARACUEL, Manuel. *La alteración sobrevenida de las circunstancias contractuales*. Madrid: Dykinson, 2014, pág. 286.

¹²⁶² MARÍN NARROS, Héctor Daniel. «La aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus* en los contratos bancarios y su interpretación por la STS de 29 de octubre de 2013 y la jurisprudencia menor». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 747, enero de 2015, págs. 532-559. Vid SSTs de 1 de marzo de 2007 –RJ 2007/1618; 27 de abril de 2012 –RJ 2012/4714; 1 de octubre de 2012 –RJ 2012/9024; 8 de octubre de 2012 –RJ 2012/9026; y 10 de diciembre de 2012 –RJ 2013/914, entre otras. ZURILLA CARIÑANA, María Ángeles. «Resolución de contratos por imposibilidad de obtener crédito. Paro, caída de precios, recortes presupuestarios y ejecución del contrato, ¿eficacia de la cláusula *rebus sic stantibus*?». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 7/2013, p. 224. Ello es debido a que el principio *pacta sunt servanda* proclamado en el art. 1091 del C.c. y de seguridad jurídica podría verse en peligro si se aplicara de forma laxa la citada cláusula.

limita a los contratos de tracto sucesivo o ejecución diferida, y se exige inimputabilidad del cambio a la conducta de ninguna de las partes, la necesaria alegación de la misma por vía de acción y de excepción y la necesidad de prueba contundente de los hechos, pues si bien como veremos la crisis económica es hecho notorio, ello no exime a la parte de acreditar datos que afecten a su economía particular y del contrato, producto de la mencionada crisis.

A este respecto, los requisitos aludidos se pueden sistematizar del modo que sigue:

- 1) Que se trate de un contrato de tracto sucesivo o de ejecución diferida.
- 2) Que nos hallemos ante un cambio sobrevenido, imprevisto, imprevisible e inimputable.
- 3) Y que se produzca la ruptura de la economía del contrato, por alteración de las prestaciones o frustración del fin del contrato.

Por lo que respecta al segundo requisito, son muchas las Sentencias del TS que admiten de forma abierta la crisis económica como fenómeno cualificado para producir una alteración sobrevenida, extraordinaria e imprevisible de la economía del contrato¹²⁶³. Es más, se le otorga al calificativo de hecho notorio, allanando de forma significativa, los obstáculos procesales de prueba pertinentes. No obstante, se debe matizar que la alegación debe referirse a nuevas circunstancias que no estuvieran presentes al tiempo de la celebración del contrato¹²⁶⁴.

Siendo así, el escollo a mi juicio a la hora de aplicar la cláusula *rebus sic stantibus* en el ámbito del swap, se da en el alcance de la expresión “imprevisto”, pues en el campo financiero, resulta afanoso hablar de imprevisibilidad, habida cuenta que

¹²⁶³ Así SSTS de 17 y 18 de enero de 2013, y STS de 30 de junio de 2014.

¹²⁶⁴ Así la STS de 24 de junio de 1993 desestimó la aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus*, porque el evento que se alegaba como sobrevenido estaba ya implícito de algún modo al tiempo de contratar.

las oscilaciones y cambios económicos son inherentes al mismo devenir de la economía¹²⁶⁵.

Este requisito exige que la parte invocante no haya asumido expresa o implícitamente el riesgo, o lo que es igual, que no lo haya previsto de ningún modo¹²⁶⁶.

Siguiendo dicha línea de razonamiento, el TS confirma que la aplicación de la doctrina *rebus sic stantibus*, no puede fundarse en el sólo hecho de la crisis¹²⁶⁷, y si bien la profunda recesión económica que en estos días vivimos, puede calificarse como una alteración extraordinaria de las circunstancias, deben valorarse los datos que

¹²⁶⁵ Como pone de relieve GARCÍA ABURUZA, si bien en sede inmobiliaria, la actual crisis económica, no puede calificarse como circunstancia de carácter imprevisible. GARCÍA ABURUZA, María Paz. «Ejecución hipotecaria y dación en pago y cláusula “Rebus Sic Stantibus”». En *Aranzadi Doctrinal*, n.º 6/2012, págs. 3-4. De este modo *“algunos autores también entienden que las crisis por regla general no son imprevisibles, porque la burbuja inmobiliaria se vaticinó hace años y el funcionamiento de la economía es cíclico. Aunque un sector doctrinal parece abogar hacia una mayor flexibilización respecto a esta crisis por la entidad y duración que esta está teniendo. En esa línea se han pronunciado algunas sentencias como la STS de 30 de junio de 2014. En cualquier caso, parece que hay consenso de que además de la crisis se requiere un conjunto de circunstancias que evidencien la necesidad de aplicar la cláusula rebus sic stantibus (Así la STS de 30 de junio de 2014 alude al examen que debe realizarse de la incidencia real de la crisis en la relación contractual concreta).”* MARÍN NARROS, Héctor Daniel. La aplicación...ob. cit.

¹²⁶⁶ *“La previsibilidad debe valorarse en relación con el tipo de contrato celebrado y la cantidad de información a la que tienen acceso las partes contratantes. Ello guarda relación con la asunción de los riesgos en el propio contrato, de modo que podría hablarse de una asunción tácita del riesgo en todos aquellos casos en los que el mismo ha podido preverse y no se ha hecho”.* MARTÍNEZ VELONCOSO, Luz M. «Riesgo negocial v. cláusula “rebus sic stantibus”». En *Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 1, 2011, págs. 5 y 6.

¹²⁶⁷ *“Con carácter general, el TS ha sentado que no constituyen alteraciones significativas de las circunstancias contractuales, bien por no ser radicalmente imprevisibles bien por carecer de extraordinariedad, los siguientes supuestos: alteración del valor de los inmuebles, depreciación monetaria, alteración de precios de suministros y materiales en general necesarios para el cumplimiento de la prestación, alteraciones en la edificabilidad de los inmuebles, revisiones de planes generales de ordenación urbana, dilaciones en la tramitación administrativa de expedientes necesarios para el cumplimiento de la prestación, tales como obtención de licencia de obras, obtención de la calificación de vivienda protegida, dificultad en la obtención de financiación necesaria para cumplir la obligación pecuniaria asumida, precaria situación económica o financiera de la parte obligada, elevación del coste de la vida, huelgas de trabajadores, y crisis económica en general”.* GARCÍA CARACUEL, Manuel. La alteración...ob. cit., pág. 323.

rodean el contrato para su aplicabilidad¹²⁶⁸, al objeto de evitarse incumplimientos meramente oportunistas que conviertan la cláusula en un incentivo para el incumplimiento¹²⁶⁹. Del mismo modo, los otros factores, tampoco coadyuvan a la aplicabilidad de la cláusula, pues difícilmente podemos hablar de una alteración extraordinaria de las circunstancias, v.gr. a través de la bajada de los tipos de interés, que, si bien llega a mínimos históricos, es intrínseca al riesgo de la operación¹²⁷⁰. Además, tampoco podemos entender que existe una desproporción exorbitante, y puesto que se hace menester aplicar restrictivamente la cláusula, esto nos lleva a desestimar su aplicación en el ámbito de los SWAPs¹²⁷¹.

¹²⁶⁸ En este sentido véase sentencia de Juzgado de Primera Instancia, número 4 de Durango, de 2 de diciembre de 2011, y la SAP de Vizcaya, Sección 5.ª, de 19 de marzo de 2012, señalando esta última que *“no resulta de aplicación la cláusula rebus sic stantibus por modificación sustancial de las condiciones, la que según reiterada doctrina jurisprudencial (por todas STS de 21 de marzo de 2001) es de aplicación restrictiva por afectar al principio pacta sunt servanda y a la seguridad del tráfico jurídico, y encuentra difícil encaje en un contrato que su propia naturaleza implica la asunción por ambos contratantes del riesgo propio de variación, al alza o a la baja, de los tipos de interés.”*

¹²⁶⁹ En este sentido STS de 17 de enero de 2013 (RJ 2013/1819).

¹²⁷⁰ BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. La permuta...ob. cit. CABA TENA, Antonio. «El contrato de permuta financiera (swap), modalidad de tipos de intereses, en las sentencias de las Audiencias Provinciales». En *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 290, octubre-diciembre 2013, pág. 532.

¹²⁷¹ Tal es el parecer de nuestra jurisprudencia, que señala que el cambio de circunstancias es consustancial en estos contratos. Así SAP Valencia (secc. 9ª) núm. 394/2012 de 13 de noviembre. La SAP Granada (secc. 3ª) núm. 130/2013 de 12 de abril, concluye que no puede hablarse de una alteración completamente imprevisible de las circunstancias en el momento de cumplir el contrato, con relación a las circunstancias concurrentes al tiempo de su celebración, dado que el contrato se concertó cuando ya la crisis económica había comenzado. La SAP Madrid (secc. 11ª) núm. 613/2012 de 10 de diciembre, se pronuncia en la misma línea, señalando que no resulta aplicable la cláusula *rebus sic stantibus*, pues la naturaleza misma del contrato de swap, reconoce la virtualidad de posibles pérdidas y ganancias en función del tipo de interés, siendo inaceptable invocar su aplicación con el propósito de atemperar el desequilibrio entre las partes. Yendo más allá la SAP Madrid (secc. 14ª) núm. 126/2013 de 8 de febrero, entiende que resulta inadmisibile pretender aplicar la cláusula *rebus sic stantibus* por cuanto la variación de los tipos de interés y el riesgo de su fluctuación constituye la esencia del contrato suscrito entre las partes. Véase CABA TENA, Antonio. El contrato...ob. cit. JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit. Esta cláusula, sustenta este autor que *“(...) NO es invocable en supuestos como el estudiado, porque: i) La bajada de los tipos de interés pese a ser absolutamente imprevista e histórica, no es menos cierto que forma parte del riesgo inherente de la operación, el cual es conocido y asumido; ii) la situación actual no estaba fuera de todo cálculo; y iii) no existe tal desproporción exorbitante, después de todo, a la par que aumentan las cantidades a pagar por el derivado financiero (por la bajada*

Como señala el TS en su S. 626/2013, de 29 de octubre de 2013, la aplicación de la cláusula *rebus sic stantibus*¹²⁷² debe rechazarse en las contrataciones de permutas financieras pues “para que sea aplicable esa técnica de resolución o revisión del contrato se exige, entre otras condiciones, como señaló la sentencia de 23 de abril de 1991, que la alteración de las circunstancias resulte imprevisible, lo que no acontece cuando la incertidumbre constituye la base determinante de la regulación contractual”¹²⁷³.

del Euribor), se reducen también las cantidades que se abonen por intereses en el resto de operaciones a interés variable, que pueden ser muchas o pocas, que tenga concertadas la parte demandante; y, por último, iv) la interpretación siempre debe ser restrictiva”.

¹²⁷² Señala la sentencia que “la jurisprudencia, utilizando especialmente esta última fórmula (refiriéndose a la “cláusula *rebus sic stantibus omnis conventio intellegitur*”), se ha referido a la mencionada cuestión, para destacar la admisibilidad en nuestro sistema de los medios de corrección de la frustración económica del contrato, en determinadas situaciones particulares - así, entre otras, en las sentencias de 31 de octubre de 1963, 15 de marzo de 1972, 16 de junio de 1983, 27 de junio de 1984, 19 de abril de 1985, 17 de mayo de 1986, 13 de marzo de 1987, 6 de octubre de 1987, 23 de marzo de 1988, 16 de octubre de 1989, 21 de febrero de 1990, 12 de noviembre de 1990, 1202/1993, de 14 de diciembre, 209/1994, de 15 de marzo, 344/1994, de 20 de abril, 29/1996, de 29 de enero, 1048/2000, de 15 de noviembre, 1059/2000, de 17 de noviembre, 129/2001, de 20 de febrero, 1234/2001, de 28 de diciembre, 518/2002, de 27 de mayo, 313/2004, de 22 de abril, 539/2004, de 18 de junio, 1090/2004, de 12 de noviembre, 481/2005, de 17 de junio, 953/2006, de 9 de octubre, 79/2007, de 25 de enero, 197/2007, de 1 de marzo, 966/2007, de 26 de septiembre, 175/2009, de 16 de marzo, 336/2009, de 21 de mayo, 781/2009, de 20 noviembre, 360/2010, de 1 de junio, 84/2012, de 20 de febrero, 93/2012, de 21 de febrero, 240/2012, de 23 de abril, 243/2012, de 27 de abril –”.

¹²⁷³ Como afirma MARÍN NARROS “La institución *rebus sic stantibus* generalmente no podrá aplicarse en supuestos en los que la alteración sobrevenida venga originada por un riesgo inherente al contrato o tal modificación esté regulada dentro del mismo. Por ello, parece que esta pretensión tiene escasa viabilidad en las disputas sobre swaps, en las que habitualmente el riesgo de las liquidaciones negativas elevadas que sufra un cliente es inherente a la configuración del contrato, y además la posible alteración del elemento de referencia de la permuta financiera en la financiación a tipo de interés variable constituye usualmente el motivo de la suscripción del referido contrato.” Sin embargo matiza que “parece que este pronunciamiento del Alto Tribunal no debe interpretarse como la inviabilidad absoluta de la aplicación de la regla *rebus sic stantibus* a toda clase de contrato bancario. Máxime cuando según cierta doctrina que comenta determinada jurisprudencia reciente, parece que el Tribunal Supremo está flexibilizando su concepto, considerando que es posible que la crisis económica junto con ciertos factores puedan ser causa suficiente para la aplicación de la referida cláusula. No obstante, según los postulados de la STS de 29 de octubre de 2013, parece que en los casos en los que la imprevisibilidad del resultado económico sea inherente al producto (como puede suceder usualmente con las inversiones), o cuando la consecuencia que ha provocado el desequilibrio esté expresamente prevista en el clausulado del concreto contrato, esta pretensión no tendrá viabilidad.” MARÍN NARROS, Héctor Daniel. La aplicación...ob. cit.

En síntesis podemos afirmar que la jurisprudencia ha rehusado aplicar dicha figura jurídica a los contratos que incorporen elementos aleatorios, lo que nos lleva a concluir la no utilización de la misma en el ámbito del swap¹²⁷⁴, pues como bien acierta a inferir la SAP de Madrid. Secc. 14ª, 126/2013, de 8 de febrero *“Es inadmisibile pretender que entre en juego la cláusula "rebus sic stantibus" ya que la variación de los tipos de interés y el riesgo de su fluctuación era la esencia del contrato suscrito entre las partes.”*

Por último queremos recalcar que de entre las causas de rescisión contempladas en el Código Civil, la que más nos interesa es la tipificada en el apartado 3º del art. 1291, respecto de los pagos hechos en fraude de acreedores, y a cuyos efectos señala el art. 1111 C.c. que *los acreedores puedan también impugnar los actos que el deudor haya realizado en fraude de sus derechos*¹²⁷⁵. En este sentido resulta significativo recordar que si alguna de las partes de hallase en un procedimiento concursal, y hubiera pacto de compensación contractual, las operaciones financieras o el acuerdo de compensación contractual que las regula, sólo podrán rescindirse o impugnarse al amparo de lo previsto en el artículo 71 de la Ley 22/2003, de 9 de julio, Concursal, por la administración concursal, que tendrá que demostrar que se han

¹²⁷⁴ Sobre la no aplicación de la citada cláusula a contratos aleatorios véase entre otras SSAP de Tarragona, Sección 2.ª, de 10 de enero de 1992; de A Coruña, Sección 4.ª, de 18 de febrero de 2000; de Jaén, Sección 2.ª, de 30 de septiembre de 2000, y de Madrid, Sección 12.ª, de 6 de abril de 2001.

¹²⁷⁵ Se exige para su ejercicio el *eventus damnis* o perjuicio, el *consilium fraudis* o fraude, y el *consciis fraudis* o complicidad en el fraude por parte del adquirente a título oneroso.

realizado en fraude de acreedores¹²⁷⁶. Siguiendo su tenor, sólo procede la rescisión si se prueba el perjuicio, no actuando las presunciones del art. 71.2 y 3 LC¹²⁷⁷.

6. Nulidad y anulabilidad de los swaps de tipos de interés

6.1. Distinción entre nulidad y anulabilidad

Tal como habíamos señalado al introducir el tema de la terminación del contrato, la jurisprudencia ha venido señalando de forma reiterada¹²⁷⁸ que *"en sede de ineficacia de los contratos resultan perfectamente diferenciables los conceptos de inexistencia o nulidad radical, de una parte, y de nulidad relativa o anulabilidad, de otra. En el primero se comprenden los supuestos en que o falta alguno de los elementos esenciales del contrato que enumera el artículo 1261 del Código Civil, o el mismo se ha celebrado vulnerando una norma imperativa o prohibitiva. El segundo se reserva para aquellos otros en que en la formación del consentimiento de los otorgantes ha concurrido cualquiera de los llamados vicios de la voluntad (error, violencia, intimidación o dolo)"*.

¹²⁷⁶ Número 5 del artículo decimoquinto del Real Decreto Ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública, redactado por el apartado doce del artículo segundo de la Ley 7/2011, de 11 de abril, por la que se modifican la Ley 41/1999, de 12 de noviembre, sobre sistemas de pagos y de liquidación de valores y el R.D.-ley 5/2005, de 11 de marzo, de reformas urgentes para el impulso a la productividad y para la mejora de la contratación pública («B.O.E.» 12 abril).

¹²⁷⁷ Vid. AZNAR GINER, Eduardo. *La acción rescisoria concursal*. Tirant lo Blanch, 2012, 462 p. MARTÍN MOLINA, Pedro B. *Una revisión de la Ley Concursal y su Jurisprudencia. Dada por especialistas*. Madrid: Dykinson, 2014, 576 p. DÍAZ VALES, Fernando. «Régimen jurídico del ejercicio de la acción rescisoria concursal». En *Anuario de la Facultad de Derecho de Alcalá*, 2010, n.º 3, págs. 261-299.

¹²⁷⁸ Entre otras muchas, la sentencia del TS de 10 abril 2001.

La confusión existente en torno a los conceptos de nulidad y anulabilidad, se traslada así al campo del swap, donde los actores aducen acciones de nulidad, que en sentido estricto viene ser de anulabilidad, no siendo la distinción baladí en cuanto a los efectos y requisitos¹²⁷⁹. Y es que la falta de rigor jurídico de las pretensiones aducidas, tiene su origen en nuestro propio código, y ha necesitado de la mano de la jurisprudencia para hallar luz.

6.2. Supuestos y efectos de la nulidad del swap de tipos de interés

A) *Supuestos de nulidad en el ámbito del swap.*

La opción por este tipo de ineficacia, responde en gran medida a criterios de política legislativa¹²⁸⁰, lo que dificulta una exposición sistemática y acabada de las causas de nulidad, siendo la máxima sanción que el Ordenamiento preceptúa, pues niega al negocio la producción de consecuencias jurídicas *ab initio*¹²⁸¹.

¹²⁷⁹ Como destaca el TS en Sentencia de 6 de septiembre de 2006: “Cuando no concurren los requisitos establecidos en el artículo 1261 CC en el negocio jurídico controvertido estamos, pues, en presencia de un supuesto de nulidad absoluta o de pleno Derecho (STS de 10 de abril de 2001), equivalente a la inexistencia, cuya característica radica en la imposibilidad de producir efecto jurídico alguno, en la retroacción al momento del nacimiento del acto de los efectos de la declaración de nulidad y en la inexistencia de plazo alguno de caducidad o prescripción para el ejercicio de la acción correspondiente. Declara la STS de 25 de julio de 1991 (en el mismo sentido, STS de 27 de febrero de 1997) que la ambigüedad terminológica del artículo 1301 CC al referirse a la “acción de nulidad”, ha sido precisada doctrinal y jurisprudencialmente en el sentido de distinguir lo que son supuestos de nulidad radical o absoluta y lo que constituyen supuestos de nulidad relativa o anulabilidad; dentro de estos últimos hay que incluir los casos normativos previstos en el citado precepto (...)”.

¹²⁸⁰ Como nos recuerda la STS de 23 de diciembre de 1997, el matiz diferencial entre nulidad y anulabilidad, radica en la calificación del interés público o privado a cuya protección responden. La defensa de un interés público, exige la indisponibilidad de la ineficacia de los actos contrarios a dicho interés. Cuando está un juego un interés privado, los particulares gozan de dicha disponibilidad.

¹²⁸¹ Debemos matizar que nulidad y la anulabilidad no difieren en sus causas, sino en el *modus operandi*.

Omitiendo los supuestos de negocios celebrados sin poder, o por quien carece de poder suficiente ex art 1259 C.c.¹²⁸², y que nos exige estar al caso concreto para dilucidar sus efectos, señala la S. del Juzgado de 1ª Instancia de Lorca n.º 88/2013, de 28 de junio de 2013, que tiene lugar la nulidad absoluta cuando falta de alguno de los elementos esenciales del contrato *recogidos en el artículo 1.261 del Código Civil (consentimiento, objeto o causa)*¹²⁸³, o bien cuando, pese a existir el consentimiento de los contratantes, el objeto sobre el que recae el contrato, y la causa del mismo, se ha celebrado con oposición a leyes imperativas o prohibitivas, cuya infracción da lugar a la ineficacia prevista en el Art. 6.3 del Código Civil¹²⁸⁴.

¹²⁸² Falta unanimidad doctrinal sobre la naturaleza y los efectos de la sanción de nulidad contenida en el art. 1259 C.c., que igualmente se hace eco en la más reciente jurisprudencia de nuestro Tribunal Supremo, nulidad que unas veces se califica como nulidad no absoluta sino *“que puede ser neutralizada por la ratificación expresa o tácita del dominus negotii”* (FD Segundo STS 25.06.2004; en similar sentido, SSTs de 18.03.1999, RJ 1999/1858; de 12.06.1997, RJ 1997/4765); como un supuesto de anulabilidad al ser posible su posterior ratificación (en este sentido, entre otras SSTs de 12.07.1997, RJ 1997/4765 y de 10.06.2002, RJ 2002/4884); e incluso como *“un negocio jurídico en estado de suspensión, subordinado a una conditio iuris de tal modo que, en definitiva, si la ratificación se da, se considera al negocio como válido y eficaz desde el principio a favor y en contra del representado, y por el contrario, si la ratificación no se produce, será el negocio nulo e ineficaz para aquél”* (FD Cuarto STS de 7.04.2004, RJ 2004/3845). En este sentido DIÉGUEZ OLIVA, Rocío. «Quod nullum est, nullum effectum producit? La sanción de nulidad del art. 1259 C.c.». En *Nul: estudios sobre invalidez e ineficacia*, nº 1, 2006. Disponible en: <http://www.codigo-civil.info/nulidad/lodel/document.php?id=272>

¹²⁸³ Se trata de supuestos de inexistencia. Tiene lugar la inexistencia: A) En los contratos celebrados en defecto absoluto de consentimiento (p.ej. simulación absoluta). Téngase en cuenta que en caso de discordancia entre la voluntad interna y la declarada, no siempre se produce la nulidad (ej. *reservatio mentalis*). Más duda plantea el error obstativo o la violencia física o *vis absoluta* (art. 1267.1Cc). B) A falta de conformidad entre oferta y aceptación (contraoferta). C) Cuando faltan dos voluntades distintas y autónomas (por ejemplo, autocontrato, cuando se produce colisión de los intereses en juego). D) Cuando no existe el objeto del contrato, es ilícito, o está indeterminado (arts. 1271-1273 C.c.). E) Por ausencia o ilicitud de la causa (art. 1275), o causa falsa (simulación absoluta). F) Por inobservancia de la forma esencial.

¹²⁸⁴ Se sitúan en esta órbita los contratos que incluyan pactos contrarios a las leyes, la moral o el orden público (art. 1255 C.c.). Debemos recordar con CASTÁN que las normas imperativas pueden ser o preceptivas, que son las que establecen una conducta positiva de obligado cumplimiento, o prohibitivas, que son aquellas que prohíben la realización de una determinada actividad. Se infringe la norma preceptiva mediante una conducta omisiva de no realización de la conducta debida, y se infringe la norma prohibitiva mediante una conducta positiva, de realización de aquello que la norma prohíbe. La contravención a normas prohibitivas será la que, en mayor medida, llevará aparejada una consecuencia de nulidad, puesto que esta contravención se realiza mediante actos jurídicos positivos, mientras que, por el contrario, no cabrá hablar de nulidad en la vulneración de normas preceptivas ya que esta

a) Error obstativo.

Con respecto al primer supuesto de ineficacia, queremos constatar que la doctrina del Tribunal Supremo viene distinguiendo entre el error obstativo o invalidante, de un lado, también denominado error en la declaración negocial, al que se refiere el art. 1261 CC, determinante de la inexistencia del negocio por falta de uno de sus requisitos esenciales, como es el consentimiento ex art. 1261 pues se produce una ausencia radical de voluntad; y de otro lado, el error sobre el contenido del contrato (error vicio), como vicio del consentimiento, que solo provoca la anulabilidad del contrato¹²⁸⁵. Como indica la SAP de Jaén, núm. 80/2009, de 27 de marzo¹²⁸⁶, una de las primeras en materia de nulidad de swap “(...) *el error obstativo es un caso de falta de coincidencia entre voluntad y declaración, en el negocio jurídico, con la característica de que tal desacuerdo, es inconsciente, y, como consecuencia, excluye la voluntad interna real y hace que el negocio jurídico sea inexistente*”. Con mayor precisión alude la SAP de Jaén, secc. 1ª, 158/2013, de 28 de octubre¹²⁸⁷ al “error obstativo” en su forma de “disenso oculto”, pues *“mientras el error obstativo comprendería las hipótesis de divergencia inconsciente entre la voluntad y la declaración de una de las partes contratantes, el disenso oculto abarcaría los casos en que las declaraciones de ambas partes no convergen entre sí, pese a ser cada una de ellas coherente con la real*

contravención se realiza mediante conductas omisivas. CASTÁN TOBEÑAS, José. *Derecho Civil Español, Común y Foral, Tomo I. Introducción y parte general. Volumen II. Teoría de la relación jurídica. La persona y los derechos de la personalidad. Las cosas. Los hechos jurídicos*. Madrid: Editorial Reus, 15ª ed., 2007, pág. 405 y ss.

¹²⁸⁵ SAP de León de 12 de julio de 2012.

¹²⁸⁶ En el supuesto examinado falta la firma del anexo del CMOF, que ni si quiera se proporcionó por la entidad financiera al cliente, siendo necesario para conocer el verdadero objeto o contenido del mismo originando por ende un error vicio. Sobre el error obstativo y la correlativa inexistencia del negocio jurídico vid. también SAP de Valladolid, secc. 3ª, 199/2011, de 7 de junio.

¹²⁸⁷ En idéntico sentido vid. SAP de Madrid, secc. 11ª, de 23 de enero de 2014.

voluntad de quien la emite”. Y así, se ha considerado un supuesto típico de disenso oculto aquel en que el destinatario atribuye a la declaración recibida un sentido diverso al que realmente tiene, lo que le determina a contratar.” Igualmente, la SAP de Madrid, secc. 14ª, 126/2013, de 8 de febrero asevera que *“En todos los supuestos en que, averiguada la voluntad real y dándose los requisitos para su relevancia frente a la declarada, los consentimientos de las partes de un contrato no recaigan sobre el mismo objeto o sobre la misma causa de obligarse, habrá que predicar la absoluta carencia de efectos jurídicos.”* Siguiendo la misma línea argumental la SAP de Madrid, secc. 20ª de 9 de mayo de 2014 concluye *“declarando inexistente o radicalmente nulo el contrato por ausencia de consentimiento, elemento esencial del negocio, al haber vulnerado la entidad crediticia el deber de información que le correspondía, lo que generó error en el actor al formar su voluntad y prestar el consentimiento, error que califica de excusable por la complejidad del contrato y sus circunstancias singulares... (...)”*

No obstante distamos de subscribirnos a dichos razonamientos, pues no en vano debemos recordar con respecto al consentimiento, que no cabe la equiparación entre la falta de consentimiento y vicios del mismo, pues éste último caso fundamentaría una demanda de anulabilidad, pero no de nulidad¹²⁸⁸. No obstante, no toda la jurisprudencia es unánime en dicho parecer. En este sentido conviene recordar que algunas sentencias se han mostrado favorables a considerar sujetos a nulidad casos de error en el consentimiento, señalando por ejemplo la SAP de Salamanca (secc. 1ª) 214/2013 de 28 de mayo que *«el error como vicio del consentimiento en la sustancia del contrato produce la nulidad de pleno derecho del mismo, como se desprende del artículo 1.261 CC, por lo que el plazo no sería el de prescripción, ni de caducidad de cuatro [años], sino que sería imprescriptible»*. Siguiendo esta línea la SAP de Valladolid, secc. 3ª, 199/2011, de 7 de junio, declara la nulidad absoluta del contrato ante la falta de información proporcionada por la entidad financiera y lo denso y difícilmente inteligible del contrato de swap habida cuenta que *“atendiendo a las circunstancias de la*

¹²⁸⁸ Vid. p. ej. SAP de Madrid, secc. 10ª, núm. 329/2015, de 30 de septiembre.

contratación mencionadas anteriormente, la falta de información mencionada ha de considerarse en el presente caso como invalidante del consentimiento puesto que afecta a elementos esenciales del objeto del contrato, cual es el riesgo asumido, materializado en las importantes contraprestaciones económicas en caso de escenarios negativos.” Así, las Sentencias de la AP de Soria (secc. 1ª), 68/2012 de 1 de junio y 109/2012 de 9 de octubre, indican que lo que procede en los casos de error en los elementos esenciales del contrato (y en el contexto de las sentencias dictadas del consentimiento ex art. 1261 C.c.) es la nulidad absoluta¹²⁸⁹. De igual forma la SJPI nº. 98 de Madrid, 21/2013, de 5 de febrero “El error produce la inexistencia o nulidad radical del contrato cuando recae sobre las condiciones esenciales, que resultan determinantes para la prestación del consentimiento y la celebración del contrato.” Y continúa diciendo que “queda probada la vulneración del deber de información que correspondía a la demandada, que generó un error en la actora al formar su voluntad y prestar el consentimiento para el contrato litigioso, como error excusable por la complejidad del contrato y las circunstancias singulares del cliente, ambas conocidas del Banco, afectando el expresado error a aspectos esenciales del contrato, determinantes en la prestación del consentimiento al afectar de modo definitivo al equilibrio de prestaciones. En consecuencia, es procedente declarar la inexistencia o nulidad radical del contrato litigioso, por ausencia de consentimiento (art. 1261 C.Civil.)”

Como supuestos de nulidad por carencia de alguno de los elementos del contrato encontramos los siguientes supuestos en la jurisprudencia: SJPI de Vigo, n.º 3 de Vigo, de 30 de junio de 2008, donde al no constar de forma indubitada la voluntad de celebrar el contrato swap¹²⁹⁰, se declara inexistente ante la falta del requisito de prestación de consentimiento por parte de uno de los contratantes ex art. 1261 C.c., criterio posteriormente confirmado en la sentencia de apelación de la AP de Vigo, secc.

¹²⁸⁹ En términos más resueltos se manifiesta la SAP de Salamanca (secc. 1ª) 214/2013 de 28 de mayo.

¹²⁹⁰ Al haber sido firmada solo la última hoja del contrato, lo que lleva a afirmar a la parte actora que en ningún momento se suscribió un nuevo contrato, sino que sólo se procedió a la cancelación de un contrato anterior.

6ª, 497/2010, de 16 de julio de 2010; SJPI n.º 3 de Santa Cruz de Tenerife, 313/2008, de 29 de octubre de 2008, confirmada por la SAP, secc. 3ª, 81/2009, de Santa Cruz de Tenerife, de 6 de marzo de 2009 donde se declara la inexistencia del contrato ante la falta de firma del CMOF; SJPI, n.º 4 de Talavera de la Reina, de 1 de enero de 2009, por el que se niega la existencia del contrato de swap al ser calificado por el juzgador de instancia como un acuerdo de celebración de un contrato futuro que nunca se llevó a cabo; SAP de Barcelona, 666/2010, de 16 de diciembre que asevera conculca la buena fe que debe presidir la práctica contractual el que por una de las partes se imponga la efectividad de un contrato que resulta inexistente por falta de firma y por tanto de acuerdo entre los contratantes; SAP de Valencia (secc. 9ª) de 27 de octubre de 2011, donde se declara la inexistencia de un swap concertado por teléfono, al haber denegado confirmación expresa después de recibir el documento cursado por el banco, expresando dicha oposición antes de la primera liquidación del swap; SAP de Valladolid, secc. 3ª, 53/2014, de 4 de marzo de 2014, que postula la nulidad al ser el clausulado del contrato insuficiente para formar correctamente la voluntad y consentir con pleno conocimiento de causa en relación con extremos verdaderamente sustanciales¹²⁹¹.

No es esta sin embargo la opinión mayoritaria y disto de concordar en sus razonamientos, pues una cosa es el vicio que afecta a un elemento esencial, y otra bien distinta es la carencia absoluta del elemento considerado.

b) Ausencia de causa.

En otro orden de cosas es posible instar la nulidad por desaparición de la causa del contrato.

¹²⁹¹ Vid. también SSAP Lugo (secc. 1ª) de 8 de octubre de 2010 (FD 2); Madrid (secc. 10ª) de 21 de septiembre de 2011 (FD 3); Pontevedra (secc. 6ª) de 16 de julio de 2010 (FD 2); Valencia (secc. 9ª) de 27 de octubre de 2011 (FD 3); Cáceres (secc. 1ª) de 26 de marzo de 2012 (FD 6).

Debemos abundar en el hecho de que los contratos de swaps suscritos conjuntamente con préstamos hipotecarios, no se adecuarán en la mayoría de los casos a las necesidades que el usuario pretende conseguir: cubrirse frente a una subida de los tipos de interés sin sufrir los estragos de las bajadas de tipos. Dicha función de cobertura se vio erosionada debido al diseño de su estructura por parte de las entidades. A la postre, la inclusión de sobrepuestos en contra de los clientes, conllevaba efectos catastróficos para el cliente, por dos motivos:

- De un lado porque el cliente compraba a “valor negativo”, lo cual se traduciría en que acumulaba pérdidas desde el mismo instante de la contratación del swap.
- De otro lado, dicho sobrepuesto desnivelaba el contrato, transfigurando la aleatoriedad del pacto en contra de los clientes, a favor de las entidades financieras. En resumen, las expectativas de pérdidas eran mayores *ab initio* para el cliente que para el banco¹²⁹².

Tal como señala entre otras muchas la SAP de Madrid, secc. 11ª, 342/2014, de 15 de octubre, los beneficios de una parte constituyen el reflejo inverso de las pérdidas de la otra parte, por lo que nos encontramos ante un grave conflicto de intereses. La SAP de Vigo, secc. 6ª, núm. 426/2015, de 14 de septiembre de 2015 por su parte señala *“es el inversor quien finalmente llega a “cubrir” a la entidad de crédito y no ésta a él, ya que la experiencia está demostrando que al menos respecto a los comercializados entre los años 2007 a 2010 el inversor está “cubriendo” el riesgo de*

¹²⁹² Así *“Se alteraba el precio real del producto para obtener un beneficio. La estructura perdía gran parte de su aleatoriedad para convertirse en desequilibrada a favor de los contratantes (el banco). En esta operativa el engaño está servido pues una de las partes «juega con ventaja» conoce ciertamente y desde el inicio del contrato que tendrá más probabilidades de éxito que su contrapartida quien por el contrario asume, ciertamente, y desde un principio un riesgo superior sin ser consciente de ello. ES UN ENGAÑO PARA QUIEN SOPORTA EL SOBREPUESTO OCULTO.”* PÉREZ GUERRA, Miguel. «El abuso de mercado: «business as usual» en las operaciones de derivados». En *Diario La Ley*, n.º 8582, julio 2015.

bajada de los tipos de interés de la entidad de crédito en lugar de ésta "cubrir" el de alza de los tipos de interés para el inversor..."

Esto a mi juicio plantea la factibilidad de la nulidad por ausencia de causa, pues el elemento causal falla en la mayoría de los casos presentados en nuestros juzgados donde nos hallamos ante la venta de productos que no aspiraban a beneficiar al cliente, sino que por el contrario, redundaron en su perjuicio ante la falta de información relativa a las consecuencias negativas que conllevaba su ejecución a largo plazo¹²⁹³. Y lo confirma el hecho de que, ante la intención de desistir del contrato, se tropiezan ante una cláusula de vencimiento anticipado que resulta extremadamente gravosa, y sobre cuyo cálculo tampoco existe transparencia. Constatamos con ello que el diseño y comercialización ulterior de un producto inadecuado a las necesidades de los clientes, como al efecto lo ha sido el swap de tipos de interés, en la cobertura de la subida de tipos de interés, choca frontalmente con la regla del art. 208. 1 TRLMV, además de entrañar un fraude, especialmente en los swaps que incluyen comisiones implícitas no informadas al cliente, donde la probabilidad de pérdida del cliente, es mucho mayor para el cliente que para la entidad.

La destrucción de la base del negocio conlleva la nulidad del swap tal como sostienen entre otras las SSAP de Oviedo, secc. 5ª, 2/2013, de 11 de enero de 2013 y secc.5ª, núm. 136/2013, de 15 de mayo de 2013. Indica esta última que *"coinciden en sus declaraciones tanto el demandante como la empleada del recurrente que la suscripción del contrato tenía por finalidad y razón de ser la cobertura de la tendencia al alza del tipo de interés variable pactado en un contrato anterior de préstamo*

¹²⁹³ Interesante en este sentido es la observación propuesta por MARÍN NARROS al señalar que *"rara vez prospera la alegación de ausencia o ilicitud de causa. Así, cuando lo hace es porque realmente por las circunstancias del caso, como el clausulado y las manifestaciones de los testigos al respecto, se entiende que las partes han incorporado al contrato la función de cobertura y que en ese supuesto particular el contrato no la cumplía. A estos efectos podemos citar la SAP de Asturias, Sección 6.ª, de 21 de mayo de 2012 (y en sentido similar, cfr. SSAP de Asturias, Sección 5.ª, de 11 de enero de 2013 y de 17 de enero de 2013)".* MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., pág. 1501. No obstante a favor de su invocabilidad se manifiesta ZUNZUNEGUI, en los casos en que el contrato carezca de sentido económico (ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps...ob. cit. pág. 657).

hipotecario, a partir de una previsión, asumida por el actor, de un comportamiento acusadamente alcista del tipo de interés variable referencial (...). Obvio es que, si al poco de su suscripción, manteniéndose al presente, el interés de referencia muestra una tendencia claramente bajista, muy alejada de las previsiones contractuales (se pactaron CAP de 4,90%) en detrimento del cliente y correlativo enriquecimiento de la entidad bancaria, y por el recurrente se defiende el carácter absolutamente imprevisible y sorpresivo de ese comportamiento, se ha destruido la base del negocio o frustrado su fin, lo que también sería causa de nulidad".

La causa no sólo ha de estar presente en el momento inicial de la formación del contrato sino que ha de acompañarle igualmente durante su ejecución y así, la ausencia sobrevenida de causa permite al contratante afectado solicitar la modificación del contrato o incluso su resolución¹²⁹⁴, lo que acontece especialmente cuando dos contratos están vinculados, pues la inoperancia de uno de ellos autoriza al contratante afectado a obtener la resolución del otro contrato, ya que ha desaparecido sobrevenidamente su causa. Finalmente dice la sentencia citada que *"El motivo se estima por haber desaparecido la causa negocial durante el transcurso de la vigencia del contrato de tracto sucesivo. Siendo la causa la finalidad común perseguida por los contratantes, cuando la misma no se mantiene durante el tiempo de duración de la relación contractual en virtud de acontecimientos imprevisibles para las partes en el momento de su perfección, no puede sostenerse jurídicamente el entramado de derechos y obligaciones que forman su contenido so pena de autorizar enriquecimientos a todas luces injustificados."*

c) **Contravención de normas imperativas y prohibitivas.**

¹²⁹⁴ Vid. en este sentido la STS de 20 de abril de 1994.

Creo además necesario plantear la factibilidad de instar la nulidad ex art. 6.3 C.c. por infracción de normas imperativas y prohibitivas del mercado de valores, lo que nos exhorta a cuestionarnos si las normas contenidas en la Ley del Mercado de Valores y especialmente los arts. 208 a 217 TRLMV sobre los deberes de información de las entidades de crédito que prestan servicios de inversión, son o no son efectivamente, normas imperativas o prohibitivas en el sentido que expresa el art. 6.3. C.c.

Recordemos que son normas de *ius cogens* o Derecho necesario, aquellas cuya observancia y cumplimiento se impone obligatoriamente a sus destinatarios, y cuya eficacia inderogable excluye la voluntad privada, por lo que los sujetos no pueden suprimir o alterar su mandato, y su aplicación no depende del arbitrio de los particulares¹²⁹⁵. Es por ello que el carácter imperativo de las normas de conducta se define como incuestionable.

Esta conclusión nos lleva a cuestionarnos si cualquier vulneración de las normas de conducta comporta la nulidad del contrato por mandato del art. 6.3. C.c. Por ello debemos traer a colación la famosa STJUE de 30 de mayo de 2013, que proclamó que a falta de normas sobre la materia en el Derecho de la Unión, es responsabilidad de cada ordenamiento jurídico interno de cada Estado miembro reglamentar las consecuencias jurídicas derivadas de la inobservancia de las normas de conducta, acatando los principios de equivalencia y efectividad.

Con ello, cuando lidiamos con una vulneración de normas de Derecho de Consumo, la nulidad resulta absolutamente generalizada (arts. 83 y 87 TRLGDCU), pero cuando nos enfrentamos a normas de conducta, la doctrina jurisprudencial resulta menos uniforme.

Como prontuario de lo que trataremos en líneas ulteriores quiero manifestar que son numerosas las resoluciones que consideran que dichas normas de conducta, y en especial las relativas a los deberes de información al cliente, son esenciales, pues

¹²⁹⁵ O'CALLAGHAN, XAVIER. *Compendio...* ob. cit., págs. 68 y ss.

atañen al proceso de formación de la voluntad. Es por ello que su contravención, es susceptible de entrañar la nulidad del contrato, aunque sea producto del quebrantamiento de una norma administrativa. Dicha tesis ha sido ratificada por el Tribunal Supremo en Sentencias 834/2009, de 22 de diciembre de 2009 y 375/2010, de 17 de junio¹²⁹⁶. Con todo, debemos destacar que la legislación financiera tiene por objeto proteger el buen funcionamiento del mercado. Es por ello que *“La trascendencia que la normativa reguladora del mercado de valores reconoce a la información sobre los riesgos aparejados a la inversión, al exigir una información completa y comprensible sobre tal cuestión, muestra su relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores”* (STS 769/2014, de 12 de enero de 2015). En esencia, las normas imperativas incluidas en el TRLMV persiguen un objetivo que va más allá de la obligación de proporcionar al cliente información suficiente, para evitar error en el consentimiento¹²⁹⁷.

Otras resoluciones consideran que no ha lugar a la nulidad, dado el carácter formal o liviano de la infracción irrogada, o considerar que nos hallamos ante meras normas administrativas cuya infracción va acompañada de un mero procedimiento sancionador¹²⁹⁸.

¹²⁹⁶ La primera de la sentencias mencionadas, declara que *“esta Sala, en aplicación del artículo 6.3 CC, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia o invalidez (STS de 25 de septiembre de 2006) y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto (STS de 31 de octubre de 2007).”*

¹²⁹⁷ En este sentido vid. ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria...* ob. cit., págs. 59-61.

¹²⁹⁸ Vid. SAP Barcelona (Sección 1.^a) de 29 de enero de 2014, donde se afirma que dicha vulneración no se sanciona «...por la propia norma con la nulidad del acto que la contradiga», «aparte de que dicha nulidad radical sería contraria al principio general de favorecer la subsistencia de los contratos (favor contractus) ...».

Es la opinión que sustenta el TS en la materia¹²⁹⁹, que advierte que “(...) La normativa comunitaria MiFID no imponía la sanción de nulidad del contrato para el incumplimiento de los deberes de información, lo que nos llevaba a analizar si, de conformidad con nuestro Derecho interno, cabría justificar la nulidad del contrato de adquisición de este producto financiero complejo en el mero incumplimiento de los deberes de información impuestos por el art. 79.bis Ley del Mercado de Valores¹³⁰⁰, al amparo del art. 6.3 del Código Civil. (...)”. Siendo así, viene a manifestar que “La norma legal que introdujo los deberes legales de información del art. 79.bis de la Ley del Mercado de Valores no estableció, como consecuencia a su incumplimiento, la nulidad del contrato de adquisición de un producto financiero, sino otro efecto distinto, de orden administrativo, para el caso de contravención”. En esencia, el TS sostiene que la norma de transposición de la MiFID (Ley 47/2007) “estableció una sanción específica para el incumplimiento de estos deberes de información del art. 79 .bis, al calificar esta conducta de "infracción muy grave" (art. 99.2.zbis LMV)¹³⁰¹, lo que permite la apertura de un expediente sancionador por la Comisión Nacional del Mercados de Valores para la imposición de las correspondientes sanciones administrativas (art. 97 y siguientes de la Ley del Mercado de Valores¹³⁰²). Con lo anterior no negábamos que la infracción de estos deberes legales de información pudiera tener un efecto sobre la validez del contrato, en la medida en que la falta de información pueda provocar un error vicio, en los términos que expusimos en la Sentencia 840/2013, de 20 de enero de 2014, pero considerábamos que la mera infracción de estos deberes de información no conllevaba por sí sola la nulidad de pleno derecho del contrato.” De ello se deduce que la infracción de de estos deberes, no acarrea la nulidad de pleno derecho del contrato, no

¹²⁹⁹ Vid. SSTs 716/2014, de 15 de diciembre de 2014 y 323/2015, de 30 de junio de 2015. Dicho parecer se confirma en SAP de Madrid, secc. 14ª, núm. 28/2015, de 19 de enero, que al efecto invoca la STS de 15 de diciembre de 2014 (recurso 48/2013).

¹³⁰⁰ Actuales arts. 209 a 217 TRLMV.

¹³⁰¹ Actual art. 284 TRLMV.

¹³⁰² Arts. 273 y ss TRLMV.

solo por las razones apuntadas sino «*porque con la contravención de estos deberes legales no cabe advertir que se hayan traspasado los límites autonomía privada de la voluntad (art. 1255 CC)*».

Por consiguiente, una vez manifestadas dichas ideas, lo primero que queremos constatar es que en la medida que con dichas normas se pretenda salvaguardar la adecuada formación de la voluntad de la contraparte contractual, el quebrantamiento de la norma debe apreciarse en exclusiva desde el examen de los efectos que dicho quebrantamiento ha ocasionado en la formación del consentimiento contractual¹³⁰³.

La S. del juzgado de 1.ª Instancia n.º 3 de Barcelona, de 18 de marzo de 2014, invocando la jurisprudencia menor¹³⁰⁴ observa que no cabe confundir el incumplimiento por una de las partes de las normas que imperativamente imponen un determinado comportamiento al profesional o comercializador de productos financieros, con la contrariedad a derecho del contrato o su causa, que es lo que prohíben los arts. 1255 y 1275 C.c., con la consecuente nulidad radical (art. 6.3. C.c.). El incumplimiento de aquellas normas tan sólo puede ser valorado, en cuanto incide en el vicio de error en el consentimiento, y en este sentido, puede ser citada la STS de 8 de mayo de 1989, conforme a la cual se conviene que la nulidad de pleno derecho de un contrato que proclama el art. 6.3. C.c. requiere ineludiblemente, de acuerdo a una consolidada doctrina jurisprudencial, la existencia de una norma imperativa o prohibitiva del vínculo jurídico concertado.

¹³⁰³ Véase CARRASCO PERERA, Ángel; LYCHKOWSKA, Karolina. «Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MiFID». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 10, Universidad de Castilla-La Mancha, 2014, págs. 54 y ss. En el mismo sentido se pronuncia MUÑIZ ESPADA, Esther. «Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información». En *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, n.º 739, 2013, p. 3056.

¹³⁰⁴ SAP de Zaragoza de 16 de junio de 2003, de 18 de octubre de 2013, y de Castellón de 30 de abril de 2012.

La STS de 22 de julio de 1997, seguida por otras¹³⁰⁵, indica que la nulidad que resulta de lo dispuesto en el art. 6.3. C.c. en relación con el art. 1255 C.c. debe ser aplicada con flexibilidad y extrema cautela, atendiendo principalmente a si se da precepto legal que imponga la nulidad como sanción civil *per se*. En el presente caso (swap), a diferencia de lo que ocurre con otros contratos normados por leyes especiales (como ocurre con el art. 78 del RD-Leg 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el TR de la LGDCU y otras leyes complementarias, o art. 16 de la ley 4/2014, de 6 de julio, de contratos de aprovechamiento por turno de bienes de uso turístico, de adquisición de productos vacacionales de larga duración, de reventa y de intercambio y normas tributarias) no existe tal norma específica que determine tal consecuencia, o permita al cliente instar la nulidad por incumplimiento por el profesional de sus obligaciones.

Por lo tanto, no se estima que el carácter imperativo y obligatorio de las normas de conducta y requisitos de información previstos en el TRLMV y la normativa que la desarrolla, determine que su incumplimiento sea causa determinante de la nulidad absoluta de las operaciones concertadas, sino en su caso, y a los efectos de la anulabilidad pretendida, cabe analizar si dicho incumplimiento pudo incidir en el consentimiento prestado por los clientes en la contratación de dichos productos.

Siguiendo esta línea, la más ilustre jurisprudencia niega la posibilidad de instar la nulidad por contravención de tales normas¹³⁰⁶, si bien en contra se pronuncia un sector

¹³⁰⁵ A modo de ejemplo SSTs de 2 de noviembre de 2001, de 7 de julio de 2006 ó de 27 de septiembre de 2007.

¹³⁰⁶ Véase por ejemplo SAP de Madrid, secc. 14ª, de 16 de octubre de 2013, SJPI de Santander, secc. 1ª, núm. 56/2015, de 9 de marzo, SJPI nº. 11 de Bilbao, núm. 51/2015, de 11 de marzo. SAP de Vizcaya, secc. 5ª, de 10 de febrero de 2015, y de 4 de noviembre y de 24 de febrero de 2014, SAP de Barcelona, secc. 14ª, núm. 222/2015, de 30 de junio. Señala esta última que *“aun cuando sea verdad que la infracción de las normas administrativas que tiene carácter prohibitivo o imperativo puede acarrear la nulidad absoluta y radical del contrato al amparo del art. 6.3 Cc (SSTs de 22 diciembre 2009 y 11 Junio 2010 entre otras, señalan que cuando la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico, deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia o invalidez”*), en el caso de la normativa sectorial que nos ocupa (Ley del Mercado de Valores y normas complementaria) viene entendiéndose mayoritariamente por las distintas audiencias que el

doctrinal, que invoca la nulidad absoluta del contrato, subrayando que la ausencia de asesoramiento conforme a la normativa aplicable, conlleva un actuar negligente de la empresa de servicios de inversión¹³⁰⁷. Como al efecto indica la SAP de Madrid, secc. 12ª, núm. 295/2015, de 22 de julio *“esta Sala ha considerado que la falta de información, en determinados supuestos, produce la nulidad de pleno derecho conforme al artículo 6.3 del Código Civil”*.

En este sentido las “normas de conducta” incluidas en el capítulo I del título VII del TRLMV, como declara la STS de 18 de abril de 2013 *“son normas que regulan aspectos jurídico-públicos relacionados con la actuación de las empresas que actúan en el mercado de valores, pero tiene incidencia directa en el contenido jurídico-privado del contrato en aspectos tales como imparcialidad y buena fe exigibles al profesional en su relación con la clientela, nivel de diligencia en el cumplimiento de sus obligaciones, información que debe recabar de los clientes y que debe facilitar a los mismos,*

incumplimiento de esta específica normativa por sí sola no es bastante para sustentar la nulidad de pleno derecho del contrato sin perjuicio, claro está, de que el incumplimiento de los deberes informativos que impone la legislación vulnerada pueda dar lugar a un consentimiento no informado y, por tanto, viciado(...)”.

¹³⁰⁷ REDONDO TRIGO, Francisco. La nulidad...ob. cit., págs. 625-655. Señala este autor que las normas de conducta provenientes de la normativa MiFID no sólo son susceptibles de sanción administrativa y responsabilidad contractual, sino que también pueden conllevar la nulidad del contrato firmado incumpliendo la normativa aplicable. Entre los ejemplos de jurisprudencia invoca las SSTS de 22 de diciembre de 2009, y de 11 de junio, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 4 de Fuengirola (Málaga), de 30 de julio de 2010, la sentencia de la Audiencia Provincial de Jaén, de 27 de marzo de 2009, la sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra, de 7 de abril de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción de Castropol, de 9 de marzo de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción de Gijón, de 21 de enero de 2010, la sentencia de 7 de octubre del Juzgado de 1.ª Instancia, número 10 de Oviedo, la sentencia de 30 de septiembre de 2010 del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción, número 2 de Cabra (Córdoba), la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 8 de León, de 3 de mayo de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 1 de Burgos, de 12 de febrero de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción, número 4 de Telde, de 4 de junio de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 11 de Gijón, de 21 de junio de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 7 de Gijón, de 24 de junio de 2010, la sentencia del Juzgado de 1.ª Instancia, número 1 de Girona, de 27 de agosto de 2010. Es más *“si aceptamos la validez de contratos firmados con incumplimiento de la LMV (RCL 1988, 1644) y el RD 217/2008 (RCL 2008, 407) estaríamos vaciando de contenido la finalidad de estas normas, conducentes a la ordenación del mercado financiero y la protección de los inversores.”* PLANA PALUZIE, Álex. Análisis...ob. cit. RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, Edmundo. «La alegación de nulidad en los contratos bancarios». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 3, junio de 2014, págs. 21-18.

contratos tipo, publicidad de las tarifas, etc....” Tales normas de conducta de las entidades de servicios de inversión, son normas imperativas, cuya inobservancia puede acarrear la nulidad del contrato conforme al art. 6.3¹³⁰⁸.

Destaca al efecto la STS de 9 de octubre de 2007, donde dice de un lado, en relación con el art. 6.3 C.c., que *“el juzgador debe analizar la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, para concluir con la declaración de la validez del acto contrario a la Ley si la levedad del caso lo permite, reservando la sanción de nulidad para los supuestos en que concurren transcendentales razones que hagan patente el carácter del acto gravemente contrario a la Ley, la moral o el orden público”*¹³⁰⁹. De otro, con cita de la STS de 24 de abril de 1996, señala que *“cuando la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico, deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia o invalidez”*; y también que *“a la nulidad no es obstáculo el que la prohibición administrativa no tenga carácter absoluto.”*

Es más ante la vulneración de la referida norma imperativa, se cita la Sentencia del Juzgado de 1.^a Instancia, n.º 4 de Fuengirola (Málaga) de 30 de julio de 2010, que a propósito de un contrato de swap manifiesta que *“Por cuanto se ha expuesto, procede*

¹³⁰⁸ Véase FARRANDO MIGUEL, Ignacio. «Ley de Competencia Desleal y comercialización defectuosa de “swaps”». TOBÍO RIVAS, Ana María (coord.). *Estudios de derecho mercantil*. Madrid: Marcial Pons, 2013, p. 397-410. BUSTO LAGO, José Manuel. *Lecciones de responsabilidad civil*. Madrid: Aranzadi, 2014, 656 p. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. La comercialización...ob. cit. Así REDONDO TRIGO, Francisco. La nulidad...ob. cit. págs. 647 y ss., señala que las normas de conducta suponen un mandato imperativo *“destinado a proteger a los inversores que actúan en los mercados financieros, aunque no consideramos que su contravención sea susceptible única y exclusivamente de una sanción administrativa y una responsabilidad contractual de la correspondiente empresa de servicios de inversión actuante sobre el instrumento financiero en cuestión. Y añade que cuando la vulneración de «la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia o invalidez», ya que manteniendo la validez del negocio jurídico se frustrarían los fines regulatorios de las normas de conducta de los mercados de valores, consintiéndose y consiguiéndose en tales casos una «perversión del sistema» mediante la aplicación de sanciones únicamente de índole administrativa”*.

¹³⁰⁹ Citando al efecto la Sentencia de 9 de octubre, con cita de otras v.gr. SSTs de 2007 de 25 de septiembre de 2006, de 18 de junio de 2002 y de 27 de febrero de 2004.

acceder a la pretensión de nulidad deducida no sólo por cuanto las cláusulas analizadas contravienen el tenor de las normas imperativas señaladas, sino por cuanto que tal infracción ha sido determinante del vicio en el consentimiento prestado por los demandantes (arts. 6.3 Cc y 83 RDLeg.)¹³¹⁰.”

En este sentido la sentencia del Tribunal Supremo 834/2009, de 22 de diciembre de 2009, fundamenta la nulidad del contrato financiero en el incumplimiento de las obligaciones de claridad y sencillez (ex arts. 5.4 de la LCGC y 10,1, a) de la antigua LGDCU), por no haberse ajustado la contratación bancaria a lo dispuesto en el actual art. 208 TRLMV, en cuanto dicha contratación había vulnerado las obligaciones de información y transparencia previstas en la misma. Confirma con ello la posibilidad de que una vulneración de la normativa administrativa, es susceptible de conllevar la nulidad del negocio jurídico estipulado, por aplicación de lo previsto en el art. 6.3 del CC en atención a la normativa de dicha normativa administrativa. En el mismo sentido se han pronunciado las SSTs de 17 de junio de 2010 y 11 de junio de 2010¹³¹¹. Señala su tenor que *“No es aceptable la afirmación de la parte recurrente en el sentido de que la infracción de normas administrativas no puede dar lugar a la nulidad de un contrato, pues esta Sala, en aplicación del artículo 6.3 CC, invocado como infringido, tiene declarado que cuando, analizando la índole y finalidad de la norma legal contrariada y la naturaleza, móviles, circunstancias y efectos previsibles de los actos realizados, la normativa administrativa resulta incompatible con el contenido y efectos del negocio jurídico deben aplicarse las pertinentes consecuencias sobre su ineficacia e invalidez (STS de 25 de septiembre de 2006) y no es obstáculo a la nulidad que la prohibición*

¹³¹⁰ El citado autor cita además las siguientes sentencias en línea con su argumentación: SAP de Jaén, de 27 de marzo de 2009, SAP de Pontevedra, de 7 de abril de 2010, S. del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción de Catropol, de 9 de marzo de 2010, S. del Juzgado de 1.ª Instancia e Instrucción de Gijón, de 21 de enero de 2010, S. del Juzgado de 1.ª Instancia, n.º 10 de Oviedo, de 7 de octubre de 2012...

¹³¹¹ SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 14ª, 261/2015, de 14 de julio de 2015 (en idéntico sentido SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 4ª, 103/2015, de 23 de marzo, SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 4, 84/2015, de 23 de marzo, núm. 72/2015, de 15 de marzo, núm. 93/2015, de 4 de marzo, 62/2015, de 24 de febrero, 59/2015, de 18 de febrero). Dichas sentencias se adhieren al parecer expresado por REDONDO TRIGO, Francisco. La nulidad...ob. cit.

*administrativa no tenga carácter absoluto (STS de 31 de octubre de 2.007)*¹³¹². Más conciliadora resulta la SAP de Las Palmas de Gran Canaria, secc. 4ª, 218/2013, de 7 de junio, al manifestar que la infracción de la normativa de información precontractual y de asesoramiento de inversión leal e imparcial autoriza la anulación del contrato por infracción de lo dispuesto en la norma imperativa, pero también por error como vicio de consentimiento¹³¹³.

Sin embargo no conviene olvidar que en virtud del principio *favor contractii* (ex arts. 1089, 1091 y 1255 C.c.) y del aforismo *utile per inutile non vitiatur* se deberá hacer uso de la nulidad parcial del contrato antes que proceder a la nulidad total¹³¹⁴. A mayor abundamiento y basándonos en los razonamientos extraídos de la STS de 22 de diciembre de 2009, creemos que la infracción de los deberes de información generan unos desequilibrios que son intrínsecos al proceso de formación del contrato, quedando por tanto reducidos el ámbito de la invalidez, sin generar un contenido contractual que pudiéramos calificar de ilegal, pues nos hallamos en sede de formación deficiente de la voluntad contractual, que nuestro Derecho canaliza a través de la anulabilidad. Es decir,

¹³¹² ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho...*ob. cit., págs. 653-684.

¹³¹³ “Cuando es manifiesto (...) que no se ha cumplido la normativa de información precontractual y de asesoramiento de inversión leal e imparcial (...) con carácter previo a la oferta personalizada de alguno de los productos financieros complejos, como lo es el swap de tipos de interés, pueda anularse el contrato por infracción de lo dispuesto en norma imperativa (...) pero también por (...) error como vicio del consentimiento en que ha incurrido quien consintió la celebración del contrato sin disponer de la información necesaria para calibrar cabalmente el alcance de las obligaciones y consecuencias económicas que (...) comportaría el mismo, más aún cuando, (...) quien saldría beneficiada por una suscripción del producto contraria a los intereses del cliente sería precisamente la entidad de crédito que se lo ofertó (...).”

¹³¹⁴ Así DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I...ob. cit., págs. 587 y ss. LASARTE ALVAREZ, Carlos. *Principios de Derecho civil*. Tomo III, Contratos. Madrid: Editorial TRIVIUM, 1995, 3ª ed. págs. 138 y ss. SSTS de 20 de mayo de 1985 y de 17 de octubre de 1987 entre otras.

sólo en caso de total ausencia de consentimiento, podríamos aducir la nulidad en virtud del art. 1261.1 C.c.¹³¹⁵.

En segundo lugar, queremos destacar que el incumplimiento de los requisitos de incorporación de las condiciones generales de la contratación (por incumplimiento de los deberes de información y transparencia), también puede suponer la no inclusión de la cláusula respectiva en el contrato, aplicándose el régimen general de la nulidad¹³¹⁶. Es más, la ausencia de transparencia con respecto a los elementos esenciales del contrato, puede conllevar la declaración de abusividad, con la consiguiente nulidad de la cláusula infractora¹³¹⁷, que según los casos puede ser total¹³¹⁸.

Se vislumbra la aplicación en dicho contexto del Real Decreto Legislativo 1/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley General para la

¹³¹⁵ De este modo “*En cuanto a su consideración como principio del orden público, no hay contenido contrario al orden público, sino práctica contraria al orden público; el contenido es correcto y no habría nada que objetar si hubiera libertad e información, pues los desequilibrios están permitidos, en cuanto la donación está permitida*”. MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición...ob. cit., pág. 3057. Véase en este sentido CLAVERÍA GOSALBEZ, Luis Humberto. «Notas para una revisión general de la denominada ineficacia del contrato». En Nul: estudios sobre invalidez e ineficacia, nº. 1, 2006.

¹³¹⁶ Que según los casos puede ser total o parcial. Véase arts. 7-10 de la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre Condiciones Generales de la Contratación.

¹³¹⁷ Dispone el tenor del art. 8.1. de la LCGC que “*En particular, serán nulas las condiciones generales que sean abusivas, cuando el contrato se haya celebrado con un consumidor, entendiendo por tales en todo caso las definidas en el artículo 10 bis y disposición adicional primera de la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios.*” Por lo que al control de transparencia se refiere se define en el punto 6 del Fundamento de Derecho Segundo de la STS de 8 de septiembre de 2014 «*como un control de legalidad en orden a comprobar, primordialmente, que la cláusula contractual predispuesta refiera directamente la comprensibilidad real, que no formal, de los aspectos básicos del contrato en el marco de la reglamentación predispuesta, de forma que el consumidor y usuario conozca y comprenda las consecuencias jurídicas que, de acuerdo con el producto o servicio ofertado, resulten a su cargo, tanto respecto de la onerosidad o sacrificio patrimonial que realmente supone para el consumidor el contrato celebrado, como de la posición jurídica que realmente asume en los aspectos básicos que se deriven del objeto y de la ejecución del contrato*».

¹³¹⁸ Vid. PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, Francisco. *Las cláusulas abusivas por un defecto de transparencia*. Navarra: Aranzadi, 2004, pág. 61.

Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias¹³¹⁹, norma de gran importancia, que debido a su carácter protector produce un porcentaje de nulidades mayor al resto de casos de comprendidos en su ámbito. Siguiendo dicha línea, la jurisprudencia¹³²⁰ ha admitido que procede la nulidad de pleno derecho por infracción del Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de Consumidores y Usuarios.

Pero ¿en qué casos resulta de aplicación la citada norma? El ámbito subjetivo de la norma citada se infiere de los arts. 2 y 3, que tras la modificación de su articulado introducida por la ley 3/2014, de 27 de marzo, señala que será objeto de aplicación a *las relaciones entre consumidores o usuarios y empresarios* siendo consumidores o usuarios las personas físicas que actúen con un propósito ajeno a su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión y las personas jurídicas y las entidades sin

¹³¹⁹ En adelante LGDCU. Tal y como se detalla en la Exposición de Motivos este Real Decreto Legislativo cumple con la previsión recogida en la disposición final quinta de la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios, que habilita al Gobierno para que, en el plazo 12 meses, proceda a refundir en un único texto la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y las normas de transposición de las directivas comunitarias dictadas en materia de protección de los consumidores y usuarios que inciden en los aspectos regulados en ella, regularizando, aclarando y armonizando los textos legales que tengan que ser refundidos. En consecuencia, el cumplimiento del mandato contenido en la disposición final quinta de la Ley 44/2006, de 29 de diciembre, de mejora de la protección de los consumidores y usuarios, exige incorporar al texto refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras leyes complementarias, la Ley 26/1984, de 19 de julio, General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios, la Ley 26/1991, de 21 de noviembre, sobre contratos celebrados fuera de los establecimientos mercantiles; la regulación dictada en materia de protección a los consumidores y usuarios en la Ley 47/2002, de 19 de diciembre, de reforma de la Ley de Ordenación del Comercio Minorista, para la transposición al ordenamiento jurídico español de la Directiva sobre contratos a distancia; la Ley 23/2003, de 10 de julio, de Garantías en la Venta de Bienes de Consumo, la Ley 22/1994, de 6 de julio, de responsabilidad civil por los daños causados por productos defectuosos y la Ley 21/1995, de 6 de julio, sobre viajes combinados.

¹³²⁰ SAP de Madrid, secc. 12ª, núm. 295/2015, de 22 de julio, que alude a la S. de esta sección de 27 de marzo de 2013.

personalidad jurídica que actúen sin ánimo de lucro en un ámbito ajeno a una actividad comercial o empresarial¹³²¹.

Lo determinante en el caso de personas físicas es el destino que efectivamente se dé a las liquidaciones del SWAP.

Si dichas liquidaciones se destinan indirectamente a una actividad profesional, esto es, si las liquidaciones del SWAP se adscriben a su actividad comercial, aun fuera del ámbito de su objeto o especialidad, entendemos, que no estamos ante un consumidor y usuario en el sentido expresado en el art. 2 pues la Exposición de Motivos del TRLGDCU revela que los bienes o servicios no deben incorporarse “directa o indirectamente” a los procesos de producción, comercialización o prestación a terceros y ninguna Directiva europea los califica como consumidores, rechazando la jurisprudencia del TJCE dicha calificación, aunque la contratación de produzca en ámbitos no directamente relacionados con su actividad comercial ¹³²².

Si dichas liquidaciones se destinan a fines mixtos, esto es a necesidades personales y a actividades comerciales o profesionales, opinamos en consonancia con

¹³²¹ Artículo 3 redactado por el apartado uno del artículo único de la Ley 3/2014, de 27 de marzo, por la que se modifica el RD-Leg 1/2007 y otras leyes complementarias a fin de realizar la transposición al derecho interno de la Directiva 2011/83/UE. Dicha norma será de aplicación a los contratos celebrados a partir de 13 de junio de 2014. Recuérdese que antes de la modificación operada por dicha norma se conceptuaban como consumidores o usuarios a las personas físicas o jurídicas que actuaran en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional.

¹³²² En este sentido SSTJCE 14.3.1991, asunto C-361/89; 3.7.1997, asunto C-269/95. Véase MARÍN LÓPEZ, Manuel Jesús. «El "nuevo" concepto de consumidor y empresario tras la Ley 3/2014, de reforma del TRLGDCU». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, Nº. 9, 2014 (Ejemplar dedicado a: LA LEY 3/2014, por la que se modifica la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios), págs. 9-16. CARRASCO PERERA, Ángel (Dir.). *El Derecho de consumo en España: presente y futuro*. Madrid: Instituto Nacional de Consumo, 2002, pág. 32. Una exposición completa de los argumentos, en CÁMARA LAPUENTE, Sergio «Comentario al art. 3». CÁMARA LAPUENTE, Sergio (Dir.). *Comentarios a las Normas de Protección de los Consumidores*. Madrid: Colex, 2011, págs. 139 y 140; y BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Rodrigo. «Comentario al art. 3». BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Rodrigo (Dir.). *Comentarios al Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios*. Navarra: Thomson-Aranzadi, 2009, pág. 91.

el criterio que se deduce de la Directiva 2011/80/UE¹³²³, que si el objeto comercial no predomina en el contexto general del contrato, esto es si las liquidaciones obtenidas por el SWAP se destinan de modo marginal a la actividad comercial, dicha persona deberá calificarse como consumidor.

Por lo que a las personas jurídicas se refiere, se exigen dos requisitos para ostentar la condición de consumidor: la falta de ánimo de lucro¹³²⁴ y la necesidad de actuar fuera de un ámbito empresarial o profesional.

Con respecto a este último requisito, no resulta del todo fácil concretar qué actos quedan excluidos de dicho ámbito. A efectos del swap resulta dudoso que el contrato carezca de dicho rasgo en caso de ser contratado por una persona jurídica¹³²⁵ dado que son empresariales los contratos realizados para garantizar una mejor organización profesional, que es lo que en esencia se viene a perseguir en la contratación del swap¹³²⁶.

Las personas jurídicas mercantiles (sociedades anónimas, sociedades de responsabilidad limitada...) no serán nunca consumidores, pues los bienes que

¹³²³ “En su Considerando nº 17 aclara que en el caso de los contratos con doble finalidad, si el contrato se celebra con un objeto en parte relacionado y en parte no relacionado con la actividad comercial de la persona y el objeto comercial es tan limitado que no predomina en el contexto general del contrato, dicha persona deberá ser considerada como consumidor”. MARÍN LÓPEZ, Manuel Jesús. El nuevo...ob. cit. pág. 12.

¹³²⁴ Requisito no aplicable a las personas físicas.

¹³²⁵ Así CÁMARA LAPUENTE, Sergio (Dir.). *Comentarios...*ob. cit., págs. 135 y ss.

¹³²⁶ Vid. SAP de Barcelona 393/2013, de 12 de junio que señala “Debe afirmarse, en primer lugar, que el actor no es consumidor y usuario del producto financiero, conforme a la definición del art. 3 del RDL 1/2007, Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes Complementarias, pues «son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional». La parte actora no puede invocar la legislación protectora de consumidores y usuarios porque es una persona jurídica que se dedica al tráfico comercial y la operación a la que se vincula el swap es propia de su actividad comercial (cfr. AAP, Civil sección 14 del 27 de Enero del 2012 (ROJ: AAP B 274/2012))”.

obtienen se destinan a una actividad comercial¹³²⁷, independientemente de que el bien obtenido (en este caso las liquidaciones del swap) esté relacionado indirectamente con el núcleo de su actividad empresarial (piénsese por ejemplo en una S.A. dedicada a la industrial textil que contrata un swap para controlar su exposición al riesgo de fluctuación de precios de materias primas).

Tampoco ostentan dicha condición las fundaciones que desarrollen actividades económicas, ni las asociaciones de empresarios o profesionales¹³²⁸.

Además, quedarán fuera de su ámbito las PYMES, sociedades mercantiles e incluso los autónomos-personas físicas que hayan suscrito SWAPS en el ámbito de su actividad empresarial o profesional con ánimo de lucro.

Es importante destacar que, tras la reforma operada, la aplicabilidad de la ley a los SWAPS suscritos por dichas entidades, se reduce exponencialmente pues si bien no es igual una empresa v. gratia dedicada a la restauración de obras de arte que una empresa que se dedique a la inversión de capitales, dudosamente se excluye el ánimo de lucro en la contratación del SWAP. Y es en el ánimo de lucro donde radica la esencia de la inaplicabilidad de la protección¹³²⁹, definiéndose como el ánimo de adquirir y repartir beneficios.

¹³²⁷ Vid. STS de 9 de junio de 2009.

¹³²⁸ Sí quedarán incluidas las asociaciones que actúan “*al margen de una actividad empresarial, cuando los bienes adquiridos reierten directa o indirectamente en sus socios*”. MARÍN LÓPEZ, Manuel Jesús. El “nuevo”...ob. cit., pág. 14. Señala en efecto la Sentencia n.º 197/2014 de la AP de Barcelona, sección 14ª, de 29 de mayo de 2014.

¹³²⁹ Señala en efecto la SAP de Barcelona nº 189/2013 que “*Debe afirmarse, en primer lugar, que el actor es consumidor y usuario del producto financiero, conforme a la definición del art. 3 del RDL 1/2007, Texto Refundido de la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios y otras Leyes Complementarias, pues “son consumidores o usuarios las personas físicas o jurídicas que actúan en un ámbito ajeno a una actividad empresarial o profesional”. A tal efecto, el swap viene vinculado a una operación de préstamo hipotecario para la compra de la vivienda familiar, por novación de una hipoteca preexistente. Aunque, con ocasión de la operación de novación hipotecaria (de un total de 198.000 euros), una parte del capital (50.000 euros) se destinara al restaurante, se trataba de un negocio a nombre de otra persona, la esposa del actor, que es la titular del negocio, de forma que el Sr. (...) era coprestatario, pero no destinatario de tal capital. El actor y su esposa, que declara como testigo, dicen en el*

Por tanto, como resumen de lo expuesto, debemos estar a cada caso particular para dilucidar si tales entidades actuaron o no en un ámbito ajeno a su actividad empresarial o profesional para decidir si aplicar o no las normas de protección de los consumidores y usuarios del TRLGDCU.

Quedan igualmente excluidos de su campo de aplicación los contratos celebrados entre usuarios o consumidores sin la intervención de un empresario, siendo empresario a efectos del citado texto refundido (art.4) *“toda persona física o jurídica, ya sea privada o pública, que actúe directamente o a través de otra persona en su nombre o siguiendo sus instrucciones, con un propósito relacionado con su actividad comercial, empresarial, oficio o profesión.”*

Una vez deducida la aplicación subjetiva del TRLGDCU, queda por determinar qué preceptos del citado texto refundido resultan de aplicación a los SWAPS.

Resultan de interés especial, y en efecto han sido objeto de aplicación jurisprudencial¹³³⁰: el art. 8 d), donde se afirma que son derechos básicos de los

juicio que destinaron el dinero a reformar el piso y en una pequeña parte al negocio. Y ese capital ya se amortizó en enero de 2010 en 35.000 euros (hecho 3 de la demanda, no negado de contrario), precisamente con el producto del negocio, por lo que no cabe duda razonable de que el préstamo se suscribió y ha subsistido, esencialmente, como préstamo a consumidor. Y viene a rematar la sentencia que “Cuando se trata de contratación con consumidores y usuarios, las exigencias del deber de información son más intensas y la carga de la prueba de haber sido cumplido corresponde a la entidad financiera”. Sobre el deber de información nos remitimos al Capítulo IV.

¹³³⁰ Vid SAP Asturias-Oviedo (secc. 4ª) de 4 de junio de 2012 (FD 2), aplicando los arts. 8.d) y 60 TRLGDCU; SAP Asturias-Oviedo (secc. 6ª) de 28 de mayo de 2012 (FD 4 y 5); SAP Barcelona (secc. 15ª) de 19 de abril de 2012 (FD 4), en aplicación del art. 60.1; SAP Barcelona (secc. 15ª) de 17 de mayo de 2012 (FD 3), en aplicación de los arts. 3 y 60.1; SAP Burgos (secc. 2ª) de 2 de junio de 2012 (FD 4), en aplicación del art. 10.1.a) y c) SAP Córdoba (secc. 1ª) de 5 de septiembre de 2011 (FD 4), en aplicación del art. 60; SAP Jaén (secc. 3ª) de 27 de marzo de 2009 (FD 3), en aplicación de los arts. 10 y 80 (declarando la nulidad por error derivado de la incorrecta redacción de las cláusulas); SAP Lugo (secc. 1ª) de 8 de octubre de 2010 (FD 3), en aplicación del art. 80.2 TRLGDCU y 1288 C.c. (estableciendo la ilegitimidad del banco para cobrar por la resolución unilateral del producto); SAP Lugo (secc. 1ª) de 26 de mayo de 2011 (FD 1); SAP Lugo (secc. 1ª) de 8 de octubre de 2010 (FD 3); SAP Navarra (secc. 1ª) de 11 de julio de 2011 (FD 4), aplicando los arts. 2, 10.1 y 10 bis; SAP Pontevedra (secc. 1ª) de 14 de abril de 2011 (FD 5); SAP Salamanca (secc. 1ª) de 31 de enero de 2011 (FD 4) y de 13 de diciembre de 2011 (FD 5), en aplicación de los arts. 10.1. a y 10.bis.2; SAP Valencia (secc. 9ª) de 15 de noviembre de 2011 (FD 2), en aplicación de los arts. 82, 83 y 87; SAP Valladolid (secc. 1ª) de 3 de noviembre de 2010 (FD 5), en aplicación de los arts. 8, 12, 17 y 18 y la LCGC; SAP Zaragoza (secc. 5ª) de 4 de marzo de 2011

consumidores y usuarios *“la información correcta sobre los diferentes bienes o servicios y la educación y divulgación para facilitar el conocimiento sobre su adecuado uso, consumo o disfrute”*; el art. 12 relativo a la *“Información sobre los riesgos de bienes y servicios”*; los preceptos contenidos en los arts. 60 y ss. relativos a la *“Información previa al contrato”*, la *“Integración de la oferta, promoción y publicidad en el contrato”*, la *“Confirmación documental de la contratación realizada”*, la *“Integración del contrato”*; el art. 80 relativo a los requisitos de las cláusulas no negociadas individualmente; y los preceptos relativos a las *“Cláusulas abusivas”* (arts. 82 y ss.).

Conviene recordar que en base al art. 59 prima la aplicación de la citada ley en los contratos con consumidores y usuarios, siendo el resto de normas de aplicación subsidiaria¹³³¹. El párrafo tercero del artículo 59 sostiene asimismo que *“Los contratos con consumidores y usuarios que incorporen condiciones generales de la contratación están sometidos, además, a la Ley 7/1998, de 13 de abril, sobre condiciones generales de la contratación.”*

A tenor de la citada Ley 7/1998, de 13 de abril, y con respecto al SWAP, resulta de especial interés el art. 5, relativo a los requisitos de incorporación y validez de las condiciones generales y en particular la necesidad de que se ajusten a los criterios de transparencia, claridad, concreción y sencillez; el art. 6 sobre las normas de interpretación y el art. 8 relativo a la nulidad en caso de contradicción con la citada ley u otra de carácter imperativo o prohibitivo¹³³².

(FD 4), en aplicación de los arts. 8 y 80; SAP Zaragoza (secc. 5ª) de 4 de marzo de 2011 (FD 4), en aplicación de los arts. 8 y 80; SAP Zaragoza (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 12), en aplicación de los arts. 3, 80 y 82. Vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., págs. 74-76.

¹³³¹ *“Los contratos con consumidores y usuarios se regirán, en todo lo que no esté expresamente establecido en esta norma o en leyes especiales, por el derecho común aplicable a los contratos.”*

¹³³² Vid SAP Barcelona (secc. 11ª) de 16 de diciembre de 2010, aplicando el art. 5.1. LCGC; Burgos (secc. 3ª) de 12 de septiembre de 2010, aplicando los arts. 7, 9.2 y 10.1; Burgos (secc. 3ª) de 21 de diciembre de 2011, aplicando el art. 2.2; Girona (secc. 1ª) de 18 de febrero de 2011, invocando el art. 8; Navarra (secc. 1ª) de 11 de julio de 2011, invocando los arts. 7 y 8; Ourense (secc. 1ª) de 1 de diciembre

En este punto conviene recalcar que¹³³³ en el control de abusividad de las condiciones generales de la contratación “*ni el legislador comunitario, ni el español, han dado el paso de ofrecer una modalidad especial de protección al adherente no consumidor, más allá de la remisión a la legislación civil y mercantil general sobre respeto a la buena fe y el justo equilibrio en las prestaciones para evitar situaciones de abuso contractual*”. En efecto “*La Exposición de Motivos de la Ley de Condiciones Generales de la Contratación indica claramente que el concepto de abusividad queda circunscrito a los contratos con consumidores, pero añade: «Esto no quiere decir que en las condiciones generales entre profesionales no pueda existir abuso de una posición dominante. Pero tal concepto se sujetará a las normas generales de nulidad contractual (...)»*”. Sin embargo, lo expresado en la exposición de motivos carece de desarrollo normativo en el texto legal, lo que, suscita el problema de delimitar, desde el punto de vista de la legislación civil general, (...) los perfiles de dicho control del abuso contractual en el caso de los adherentes no consumidores. (...) la Sentencia de esta Sala núm. 241/2013, de 9 de mayo, (...) rechazó expresamente (...) que el control de abusividad pueda extenderse a cláusulas perjudiciales para el profesional o empresario. Pero (...) recordó que el control de incorporación de las condiciones generales se extiende a cualquier cláusula contractual que tenga dicha naturaleza, con independencia de que el adherente sea consumidor o no (...). Esta diferencia de tratamiento según el adherente sea o no consumidor la han resaltado también, en similares términos, las sentencias 149/2014, de 10 de marzo; 166/2014, de 7 de abril; y 688/2015, de 15 de diciembre. (...) la sentencia 227/2015, de 30 de abril, estableció: «[e]n nuestro ordenamiento jurídico, la nulidad de las cláusulas abusivas no se concibe como una técnica de protección del adherente en general, sino como una técnica de

de 2011, aludiendo al art. 5.5; Pontevedra (secc. 1ª) de 7 de abril de 2010, de 14 de abril de 2011 y de 30 de septiembre de 2011; Salamanca (secc. 1ª) de 29 de julio de 2011 y de 13 de diciembre de 2011, aludiendo ambas al art. 1; Valladolid (secc. 1ª) de 3 de noviembre de 2011; Zamora (secc. 1ª) de 18 de julio de 2011, aplicando el art. 8, y de 22 de septiembre de 2011; Zaragoza (secc. 5ª) de 4 de marzo de 2011, invocando el art. 8. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 73 y ss.

¹³³³ STS 367/2016, de 3 de junio.

protección del adherente que tiene la condición legal de consumidor o usuario, esto es, cuando éste se ha obligado en base a cláusulas no negociadas individualmente» [...] «las condiciones generales insertas en contratos en los que el adherente no tiene la condición legal de consumidor o usuario, cuando reúnen los requisitos de incorporación, tienen, en cuanto al control de contenido, el mismo régimen legal que las cláusulas negociadas (...).»

Siguiendo dicho articulado, y considerando la norma del art. 5 apuntada, es menester plantearse si es posible la invocación a la falta de claridad y transparencia de los contratos de adhesión del SWAP, como motivo de nulidad.

Por lo que al requisito de claridad se refiere, existe jurisprudencia que avala dicha teoría¹³³⁴, siendo implorado a modo de ejemplo como motivo de nulidad en la SAP de Álava núm. 143/2009, de 7 de abril que indica con respecto a las liquidaciones periódicas -en su fundamento jurídico n.º 2-que *«[l]a operación de liquidación no se ha explicado lo suficiente por el banco, [pues] conforme al contrato el cliente fue incapaz de realizar la liquidación, tampoco la pudo realizar el director de la oficina, en el acto de juicio reconoce que no sabe cómo se liquidó, tampoco la Sala ha podido averiguar cómo se hace por más que ha leído una y otra vez el contrato»*. Igualmente, la SAP de Navarra, secc. 1ª, núm. 226/2012, de 14 de noviembre indica que *“Por otra parte, la Ley 7/98, de 13 de abril sobre condiciones generales de la contratación, en su art. 3, en relación con el art. 7, establece la nulidad de las condiciones generales que “el adherente no haya tenido oportunidad real de conocer...” y las que sean “...ilegibles, ambiguas, oscuras e incomprensibles...”*”

No obstante, en contra puede aducirse que en sí misma, la falta de claridad de las cláusulas de los contratos de SWAP *“no es un hecho diferencial respecto a otros*

¹³³⁴ SAP de Álava (Sección 1.ª) 97/2009, de 7 de abril de 2009, SAP Lugo de 8 de octubre de 2010 y SAP de Albacete 223/2010, de 11 de noviembre de 2010.

*negocios financieros pactados rutinariamente, incluso con los usuarios más legos en la materia*¹³³⁵, dato que nos invita a buscar otras causas de invalidación más aptas pero al mismo tiempo nos conmina a distinguir “entre la oscuridad de las cláusulas debido a la «ininteligibilidad» de la materia propia de este tipo de contratos, de la oscuridad producida por cláusulas que sean ilegibles, ambiguas, oscuras e incomprensibles incluso para los entendidos en la materia¹³³⁶”.

Siendo así, deben analizarse los casos concretos para determinar la aplicabilidad de la falta de claridad como criterio de nulidad.

De este modo v.gr. la SAP de Burgos, de 10 de noviembre de 2010¹³³⁷ advierte que no es clarificador el uso de expresiones tales como «un cierto grado de riesgo», omitiendo hablar de lo que verdaderamente puede ilustrar al cliente, que no es sino que

¹³³⁵ Así CASTILLA CUBILLAS, Manuel. Permutas financieras...ob. cit., págs. 33-44. Continúa el autor exponiendo que: “No sorprende que la propia LCGC ponga a salvo de una posible declaración judicial de no incorporación aquellas cláusulas carentes de claridad «que hubieren sido expresamente aceptadas por escrito por el adherente y se ajusten a la normativa específica que discipline en su ámbito la necesaria transparencia de las cláusulas contenidas en el contrato». Así, en lo aquí nos importa, la normativa sobre contratación con condiciones generales deja su propio juicio sobre la licitud del clausulado de las permutas, a los estándares de información que su regulación sectorial exige. Los criterios jurisprudenciales unificados sobre la licitud de las permutas financieras en examen parecen abocados a depender de juicio sobre el cumplimiento de esa normativa sobre transparencia financiera.”

¹³³⁶ “Debe tenerse en cuenta tanto que la terminología y expresiones de los contratos financieros es altamente técnica, lo que requiere un especial conocimiento cualificado en la materia, así como que los contratantes de las permutas financieras suelen carecer de tales conocimientos”. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 23.

¹³³⁷ Esta Sentencia señala que “no es suficiente con advertir al cliente que este «conoce y acepta que los instrumentos financieros que suscribe, conllevan un cierto grado de riesgo derivado de factores asociados al funcionamiento de los mismos, como la volatilidad o la evolución de los tipos de interés de manera que, en caso de que la evolución de esos tipos de interés sea contraria a la esperada o se produzca cualquier supuesto extraordinario que afecte a los mercados, se podría reducir e incluso anular el beneficio económico esperado por el cliente en el presente contrato”». NASARRE AZNAR, Sergio. Malas...ob. cit.

los tipos de interés pueden «subir o bajar», ni esclarecer al mismo que la bajada de tipos conlleva un cargo para el mismo¹³³⁸.

En este ámbito queremos destacar el requisito de transparencia¹³³⁹ el cual persigue garantizar que el consumidor esté «en condiciones de obtener, antes de la conclusión del contrato, la información necesaria para poder tomar su decisión con pleno conocimiento de causa»¹³⁴⁰, quedando así entroncada con el derecho a una adecuada información precontractual.

Basándonos en la STJUE Comisión v. Países Bajos¹³⁴¹ el principio de transparencia no entraña una simple reivindicación formal de cognoscibilidad, o lo que

¹³³⁸ «Así, no considera el Tribunal que sea suficientemente clarificador lo de «un cierto grado de riesgo», que se omite hablar de que los tipos de interés pueden «subir o bajar» y en cambio utiliza términos como «volatilidad» o «evolución de los tipos» y que también se omite el decir claramente al cliente que si se da una circunstancia en que el interés baja por debajo de lo esperado deberá pagar el cliente, lo que reviste con términos como «sea contraria a la esperada» o «podría reducir o anular el beneficio económico». A ello se añade la cláusula de que el banco puede revocar la oferta por circunstancias «a juicio del banco» descartando que el cliente pueda exigir su cumplimiento y que no se explicitan cuáles son las «condiciones de mercado» que pueden dar lugar a que sea el cliente quien pague o quien reciba». NASARRE AZNAR, Sergio. Malas prácticas...ob. cit., págs. 2690-2691. Señala en efecto FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. SWAP...ob. cit., que «se ha de destacar, en relación con la información prestada al cliente, que la referencia que se efectúa por lo general en estos contratos a los riesgos de la operación es meramente genérica. No se cumple, evidentemente de este modo, la imposición normativa del RD 217/2008, norma que, en desarrollo, de la LMV, impone la prestación de información de una forma que le permita comprender la naturaleza y los riesgos del servicio de inversión y del tipo específico de instrumento financiero que se ofrece, pudiendo, por tanto, tomar decisiones fundadas sobre sus inversiones.»

¹³³⁹ Se entiende por transparencia «la obligación de proporcionar una información clara, tempestiva, suficiente —en ocasiones exhaustiva y redundante— de las condiciones en que se ofrece el servicio bancario por las entidades de crédito, ha llegado a unos niveles de exigencia que colman las necesidades del presunto cliente que sea diligente para poder realizar su elección entre las distintas ofertas y tomar la decisión más adecuada a sus necesidades financieras y a sus circunstancias personales y económicas.» VICENTE-ALMAZÁN PÉREZ DE PETINTO, Miguel. «Normas de transparencia en la contratación bancaria de préstamos y créditos». En *Cuadernos de derecho y comercio*, n.º extra, 1, 2014, pág. 20.

¹³⁴⁰ Informe de la Comisión, de 27 de abril de 2000, sobre la aplicación de la Directiva 93/13/CEE del Consejo, de 5 de abril de 1993, sobre las cláusulas abusivas en los contratos celebrados con consumidores.

¹³⁴¹ STJUE de 10 de mayo de 2001, asunto C-144/99, Comisión v. Países Bajos [2001] ECR I-3541.

es igual, la mera necesidad de redactar cláusulas de manera que puedan ser conocidas por el consumidor. Se trata de un principio que va más allá y pretende que, *a través de la claridad y comprensibilidad requeridas, se ponga en conocimiento del consumidor, antes de la celebración del contrato, cuáles son las condiciones esenciales del contrato sobre las que funda su decisión económica, de manera que pueda elegir entre las distintas ofertas que se le presentan en el mercado con pleno conocimiento de causa*¹³⁴².

En este sentido debemos plantearnos cuándo una cláusula adolece de falta de transparencia, y los efectos que pueda tener dicha carencia en el entorno del SWAP¹³⁴³.

Sin ahondar en el debate doctrinal que esta materia ha suscitado, producto de la falta de transposición a nuestro ordenamiento del art. 4.2 de la Directiva 93/13/CEE, diremos que sólo las cláusulas controvertidas relativas al objeto principal del contrato pueden ser objeto de un control de contenido. Así, se llevará a cabo un examen de la cláusula en el contexto del contrato, pero desde una óptica objetiva, y sin considerar la representación mental que el consumidor se haya formado¹³⁴⁴. Si del análisis de la

¹³⁴² Véase CASADO NAVARRO, Antonio. «El control de transparencia como «llave» del control de contenido de las cláusulas contractuales predispuestas». En *La Ley mercantil*, nº 11 (febrero), 2015, págs. 50-62. Este autor entiende que hay que distinguir entre el control de inclusión (regulado en los arts. 5 y 7 de la LCGC) y el control de transparencia, que, en contra del criterio asentado en la STS de 9 de mayo de 2013, no se ubica en el art. 80.1 de la LGDCU, sino en su art. 60.

¹³⁴³ Como destaca NASARRE AZNAR “*dada la mayor complejidad de los swaps en relación a las cláusulas suelo, que ha comportado su calificación como productos complejos en el artículo 79.bis.8 en relación al artículo 2.2 LMV, su comercialización debe ser muy transparente para el cliente, especialmente si este ha sido clasificado como minorista (arts. 61 y 62 del RD 217/2008), con especial atención a la información que deben proveer de tratarse de un producto financiero (arts. 64, 65, 66 del RD 217/2008), más cuando este no es sometido a control de legalidad notarial (como es el caso de las permutas financieras)*”. NASARRE AZNAR, Sergio. *Malas prácticas...* ob. cit., pág. 2692.

¹³⁴⁴ Con este análisis se pretende constatar —en palabras del TS— «*que el adherente conozca o pueda conocer con sencillez tanto la "carga económica" que realmente supone para él el contrato celebrado, esto es, la onerosidad o sacrificio patrimonial realizado a cambio de la prestación económica que se quiere obtener, como la carga jurídica del mismo, es decir, la definición clara de su posición jurídica tanto en los presupuestos o elementos típicos que configuran el contrato celebrado, como en la asignación o distribución de los riesgos de la ejecución o desarrollo del mismo*». CASADO NAVARRO, Antonio. *El control...* ob. cit.

misma y del contexto en que se desarrolla, es posible un conocimiento sencillo de la carga económica y jurídica que conlleva el contrato celebrado, no podrá someterse al control de contenido. Pero si dicho conocimiento no fuera factible, dicha cláusula se someterá al juicio de abusividad.

Se han planteado muchos supuestos en los que los usuarios del SWAP desconocían la carga económica que suponía la contratación del mismo. Supuestos que van desde las liquidaciones excesivas producto de las bajadas de tipos de interés, hasta los costes desorbitados que suponían la cancelación anticipada del contrato. De hecho, muchos usuarios no eran conscientes de la verdadera naturaleza del contrato firmado hasta que unos resultados, que se tornaron en imprevisibles para ellos (y me refiero a las liquidaciones negativas a tenor de la bajada de los tipos de interés) se pusieron de manifiesto con la crisis financiera.

Una vez constatado el desconocimiento de la carga económica y/o jurídica del contrato, procede el juicio de abusividad. De este modo en base al art. 82.1 LGDCU¹³⁴⁵, la abusividad exige un desequilibrio importante en los derechos y obligaciones de las partes en detrimento del consumidor y la contrariedad con los mandatos de la buena fe¹³⁴⁶.

¹³⁴⁵ A su tenor «se considerarán cláusulas abusivas todas aquellas estipulaciones no negociadas individualmente y todas aquéllas prácticas no consentidas expresamente que, en contra de las exigencias de la buena fe causen, en perjuicio del consumidor y usuario, un desequilibrio importante de los derechos y obligaciones de las partes que deriven del contrato».

¹³⁴⁶ Ello exige una alteración subrepticia del equilibrio subjetivo que el consumidor de forma legítima esperaba haber pactado, a la vista de la información suministrada con carácter previo por el empresario. PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, Francisco. «Falta de transparencia y carácter abusivo de la cláusula suelo en los contratos de préstamo hipotecario». En *Revista Indret*, núm. 3/2013, julio de 2013, pág. 24. Asimismo la STJUE Aziz (STJUE de 14 de marzo de 2013, asunto C-415/11, Mohamed Aziz v. Caixa d'Estalvis de Catalunya, Tarragona i Manresa (Catalunyacaixa)) señala que «para determinar si una cláusula causa en detrimento del consumidor un "desequilibrio importante" entre los derechos y las obligaciones de las partes que se derivan del contrato, deben tenerse en cuenta, en particular, las normas aplicables en Derecho nacional cuando no exista un acuerdo entre las partes en ese sentido», de forma que el juez pueda valorar «si —y, en su caso, en qué medida— el contrato deja al consumidor en una situación jurídica menos favorable que la prevista por el Derecho nacional vigente». Asimismo, indica que «resulta

En suma, el juez¹³⁴⁷ debe valorar si la cláusula ha originado una alteración subrepticia de la carga económica sobre la que se aspiraba legítimamente la contratación, en función de la información que el empresario haya proporcionado con carácter previo¹³⁴⁸.

Y son precisamente estos deberes precontractuales y su contravención los que pueden ser invocados como causa de nulidad de los contratos de SWAPS¹³⁴⁹.

Igualmente es menester destacar la aplicabilidad del art. 87 LGDCU al contrato de SWAP, que indica que son abusivas las cláusulas que determinen la falta de reciprocidad en el contrato, contraria a la buena fe, en perjuicio del consumidor y usuario, estableciendo algunos ejemplos en su articulado.

pertinente a estos efectos examinar la situación jurídica en que se encuentra ese consumidor a la vista de los medios de que dispone con arreglo a la normativa nacional para que cese el uso de cláusulas abusivas». Por su parte, respecto a la discordancia con las exigencias de la buena fe, afirma que «el juez nacional debe comprobar a tal efecto si el profesional podía estimar razonablemente que, tratando de manera leal y equitativa con el consumidor, éste aceptaría una cláusula de ese tipo en el marco de una negociación individual» Así CASADO NAVARRO, Antonio. El control...ob. cit.

¹³⁴⁷ Véase en este sentido las SSTs de 18 de junio de 2012, 9 de mayo de 2013 y 8 de septiembre de 2014, las cuales instauran el llamado control de transparencia con respecto al control de abusividad de cláusulas que regulan aspectos esenciales del contrato en sentido material (es decir precio y contraprestación).

¹³⁴⁸ El TS impone el criterio de que las cláusulas relativas al objeto principal del contrato sólo pueden ser sometidas al control de contenido cuando no sean transparentes, y no en todo caso, como afirmaba el TJUE. CASADO NAVARRO, Antonio. El control...ob. cit.

¹³⁴⁹ *“Al decidirse por los tribunales tratar el problema por la vía más radical de los vicios del consentimiento contractual, la cuestión se plantea en un terreno distinto del propio del control de las condiciones generales. Por lo demás, en el ámbito en el que podría existir algún solapamiento (véase, por ejemplo, en sede de control de incorporación, el art. 5.5 LCGC sobre los requisitos de transparencia, claridad, concreción y sencillez de las cláusulas, tema debatido hasta la saciedad en la jurisprudencia), la existencia de una normativa especial sobre contratación de instrumentos financieros tan densa y ambiciosa, ha hecho que el análisis y solución de estos problemas no haya precisado del recurso a la LCGC. (...) En cuanto al control de contenido, cabe decir otro tanto. La opción por acometer el problema por la vía de la anulabilidad del contrato por concurrencia de vicios del consentimiento evita tener que entrar en un análisis del contenido de las diversas condiciones generales. Además, el propio art. 8 LCGC conduce a la normativa sobre contratación de instrumentos financieros”. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. La comercialización...ob. cit., pág. 74.*

Así, en los casos en que el usuario no pueda beneficiarse de las subidas de los tipos de interés en la misma medida que las entidades de crédito puedan beneficiarse de las bajadas de los mismos (así a través de cláusulas suelo/techo en el contrato de SWAP de tipos de interés), considero la total aplicación del precepto citado, con la consiguiente nulidad del contrato¹³⁵⁰.

¹³⁵⁰ En este sentido la SAP de Badajoz, secc. 2.ª, de 24 de mayo de 2012 indica que *«Pero es que, además, habría que apuntar un pequeño detalle, en esas prolijas explicaciones que se vierten en la Alegación Primera del recurso y que, al parecer, olvida el Apelante y es que, por mor de la permuta financiera, el cliente, en realidad, nunca se beneficia de la bajada del Euribor, pues si bien es cierto que, en el contrato de préstamo hipotecario, a tipo variable, parece que, en principio, le sería beneficioso la bajada del Euribor (al que están referenciadas la mayoría de las hipotecas a plazo variable) siempre, lógicamente, que no se hubiera pactado, como fue lo acontecido "suelo" —del 4%— para la hipoteca, sin embargo, ese beneficio de tener que pagar menor cuota mensual por la bajada del Euribor (repetimos siempre que no alcanzase el "suelo", pues, en tal caso, nunca pagaría por debajo de éste), sería un beneficio ilusorio porque, por vía del contrato de permuta financiera, habría de pagar al Banco, la diferencia entre el interés a abonar tras bajada del Euribor y el interés hasta el tipo fijado en la permuta financiera. En definitiva, que sería un beneficio ilusorio para el cliente: lo que paga de menos en la hipoteca (siempre que no hubiera «suelo»), lo paga en la permuta financiera; la conclusión es que el Banco nunca pierde, porque si el Euribor sube por encima del tipo fijo elegido en la permuta financiera el Banco, paga al cliente; lo cual en las fechas y en la situación en que se encontraba y se encuentra el mercado interbancario y la situación del Euribor, es prácticamente imposible, es decir, el Banco, prácticamente nunca va a pagar al cliente porque, repetimos, en la situación actual y en la situación de 2007, era prácticamente una ilusión que el Euribor estuviera por encima del 4,866%; en cambio, en aquella época y en la actual, es la regla general la bajada del Euribor, encontrándose por debajo del 4,866%; la conclusión es que el cliente siempre va a pagar al Banco. Basta para comprobar estos razonamientos con echar un vistazo a la prensa económica del 2007 y de ahora. Pero, en fin, este es simplemente un pequeño detalle que parece haber omitido el apelante, en este primer motivo del recurso que se le olvida decirle al cliente que nunca se va a beneficiar de la bajada del Euribor, porque, lo que pierde el Banco en el contrato de préstamo hipotecario, lo recupera a través del contrato de permuta financiera. Lo cierto y verdad es que si la tendencia de estos últimos años hubiera sido la de incrementos periódicos del Euribor —y no, como es lo actual, de bajadas sucesivas— los Bancos no ofrecerían a sus clientes este tipo de productos por mucha estabilización de tipo de interés que se persiguiera. Además, lo que pagase el Banco a su cliente, por subida del Euribor, lo recupera el Banco, por la vía del incremento de las cuotas mensuales del préstamo hipotecario, porque no consta que éste tuviera señalado un "techo", como sí lo tenía de "suelo". La pregunta del apelante, formulada en el párrafo segundo del folio 6 del recurso, se contesta fácilmente, al hilo de lo anterior, manifestando que, lejos de lo que sostiene el recurrente, de una correcta y completa información al cliente depende el que éste pudiera llegar a conocer el importante papel que jugaba el riesgo (de subida o bajada del Euribor), no en el contrato de préstamo hipotecario, sino en el de permuta financiera que estaba vinculado, pues, si bajaba el Euribor —que era y así debía saberlo el Banco lo más previsible, por no decir seguro, en los tiempos actuales, basta ver las noticias económicas— el cliente tendría que pagar y así corría el riesgo de que el beneficio de la bajada del Euribor, en la Hipoteca, no le iba a servir de nada, pues siempre tendría que pagar por conducto de la permuta financiera. De ahí, entonces, que sí puede perfectamente anularse el contrato de SWAP por falta de información, como de hecho así ha de ocurrir en la supuesto*

De todos los postulados citados, se puede afirmar la factibilidad de instar la nulidad por incumplimiento de los requisitos de incorporación, o por falta de transparencia y abusividad en los contratos con consumidores y por infracción de disposiciones imperativas.

Debemos también mencionar otro posible supuesto de nulidad en el ámbito de los contratos de SWAP: la posibilidad de instar la nulidad de la cláusula arbitral por abusiva¹³⁵¹.

Esta cuestión ha sido tratada con gran acierto por parte de la SAP Palencia (secc. 1ª) núm. 303/2012 de 4 de diciembre, donde se destaca la validez de la cláusula de sumisión a arbitraje del contrato swap, en la medida que el cliente de la entidad bancaria no contrate como consumidor sino como empresario¹³⁵², debido a que la sumisión a arbitraje no conlleva perjuicio o indefensión alguna para el actor, siendo

enjuiciado, pues, como bien dice el apelado, no se le informó, cuando firmó el contrato de SWAP, que el producto más que proteger al cliente frente a las subidas del tipo referencial, en realidad protege al Banco frente a las bajadas del mismo tipo referencial; y no podía ofrecerse una correcta y completa información al cliente, si el comercial que ofrece el producto desconocía los términos del préstamo hipotecario al que se vincula del SWAP».

¹³⁵¹ Así y a modo de ejemplo podemos aludir a la siguiente cláusula: *“Las partes intervinientes acuerdan que todo litigio, discrepancia, cuestión, o reclamaciones resultantes de la ejecución o interpretación del presente contrato u operación relacionada con él, directa o indirectamente, se resolverán definitivamente mediante arbitraje de Derecho, por un único árbitro, en el marco de la Corte de Arbitraje de Madrid de la Cámara Oficial de Comercio e Industria de Madrid... El lugar del arbitraje será Madrid y el idioma el castellano. Con derogación o exclusión expresa de lo dispuesto en el art. 15.1 de la Ley 60/2003 y en el artículo 21 del Reglamento de la Corte de Arbitraje de Madrid, por virtud del presente acuerdo expreso de las partes en contrario el árbitro único deberá ser persona con un amplio conocimiento de los mercados de productos financieros y derivados, no precisándose, pues, la condición de abogado en ejercicio.”*

¹³⁵² De este modo *“siendo cierto que al debatirse la nulidad del contrato, tal nulidad afectaría a la cláusula misma de sometimiento a arbitraje; sin embargo, excluida la operatividad del brocardico in claris non fit interpretatio (en lo claro no se precisa interpretación), no es posible decidir sobre la nulidad de un contrato sin llevar a cabo previamente operaciones de interpretación de aquél, las cuales se han sometido precisamente a arbitraje”.* CABA TENA, Antonio. El contrato...ob. cit.

dicha institución un medio de solventar los conflictos basado en la autonomía de las partes¹³⁵³.

Cuestión distinta es dilucidar si la nulidad o validez del contrato se incluyen entre las materias recogidas expresamente en la cláusula del convenio arbitral.

Creemos que habrá que estar al caso concreto, en función del contenido de la cláusula compromisoria. Así, en los casos en que la cláusula compromisoria hable de “litigio, discrepancia, cuestión o reclamación que puedan surgir en la ejecución o en la interpretación del contrato de swap” creemos que la respuesta debe ser negativa y así se manifiesta gran parte de la jurisprudencia.

De este modo son muchas las resoluciones que afirman que, si se cuestiona la validez o nulidad de un contrato, o el consentimiento dado, no es posible la sumisión a arbitraje, pues se debate la validez de todo el contrato, con inclusión de la cláusula de arbitraje. Se entiende además que, siendo la nulidad o vicio del consentimiento previos al contrato, en caso de que se aprecie su existencia, afectará a la cláusula compromisoria, de modo que su eficacia sólo podrá proyectarse sobre cuestiones interpretativas o ejecutivas del contrato, pero no de eficacia o validez.

Es por ello que a través de una interpretación hermenéutica de la cláusula conforme a los arts. 1281 y ss. C.c., se dice que si bien las partes someten a arbitraje “*todas las cuestiones resultantes de la ejecución o interpretación del contrato*” o según los casos “*todo litigio, discrepancia, cuestión o reclamación que puedan surgir en la ejecución o en la interpretación del contrato de swap*”, la nulidad por vicio de

¹³⁵³ En idéntico sentido SAP Valencia (secc. 9ª) núm. 460/2012 de 19 de diciembre y el AAP Cáceres (secc. 1ª) núm. 107/2011 de 26 de septiembre. En contra AP Córdoba (secc. 2ª), en sentencias núm. 49/2013 de 22 de febrero y núm. 134/2013 de 13 de junio. En Estados Unidos por la sentencia del Tribunal Supremo *CompuCredit v. Greenwood*, se admite el derecho de las compañías a introducir el convenio arbitral en sus contratos.

consentimiento queda excluida de este ámbito al situarse en el seno de la formación de la voluntad, estado anterior a la interpretación y ejecución del contrato¹³⁵⁴. Y dado que no se alude de manera expresa a la nulidad, según se deduce de los criterios hermenéuticos citados, su interpretación no puede favorecer a la parte que haya ocasionado la oscuridad¹³⁵⁵.

En todo caso, la nulidad del contrato de swap es una cuestión estrictamente jurídica y dado que las cláusulas de los contratos se deben interpretar las unas por las otras (art. 1285 C.c.) resulta coherente entender la exclusión de asuntos jurídicos

¹³⁵⁴ De este modo “Si en la cláusula a enjuiciar concretamente se recoge la sumisión al arbitraje con la finalidad de resolver conflictos o controversias que puedan darse en relación al contrato su interpretación, cumplimiento y ejecución no ofrece duda alguna que al referirse a la interpretación, cumplimiento y ejecución se está partiendo de la existencia y validez de un pacto interpretar, cumplir y ejecutar y por tanto resulta patente que las partes no quisieron incluir dentro de las cuestiones a resolver mediante procedimiento arbitral la propia existencia y validez del contrato sino solo aquellas discrepancias existentes al interpretar su contenido o relativas al cumplimiento o suscitadas con motivo de su ejecución. Por tanto, lo que se pretende es que el arbitraje sea aplicado únicamente respecto a cuestiones de estricta interpretación, cumplimiento y ejecución del contrato, no para discutir la validez y eficacia del propio contrato.” ROMAN LLAMOSI, Sofía. «Los contratos bancarios -Aumento litigiosidad y respuestas tribunales». En *Revista de Derecho vLex*, núm. 131, abril 2015.

¹³⁵⁵ “En relación con las confirmaciones, como ya se ha comentado, y dependiendo de las concretas circunstancias del caso, en unos casos la confirmación perfecciona el contrato mismo, pero en otras supone un documento probatorio o confirmatorio de un contrato previamente celebrado. Cuando la confirmación que incluye el convenio arbitral es asimismo perfeccionadora del contrato SWAP, la validez del convenio arbitral está fuera de toda duda aunque posteriormente se anule el contrato SWAP por error. No es sólo que el error no se refiere al convenio arbitral, ya que atañe a otros aspectos materiales o sustantivos, sino que, además, se aplica el principio de separabilidad, y el de competencia-competencia, ambos reconocidos en el art. 22.1 LA. Conforme al primero, la nulidad del contrato SWAP no implica la nulidad del convenio arbitral que forma parte de él; y de conformidad con el segundo, el principio del Kompetenz-Kompetenz, los árbitros tienen la competencia para decidir cuestiones sobre la nulidad del contrato principal o del propio convenio arbitral. Cuando la confirmación sigue a la perfección oral del contrato de permuta financiera, la cuestión se traslada de la perfección a la modificación del contrato, pues resulta evidente que las confirmaciones que añaden elementos no negociados durante la fase precontractual o que no han sido objeto de pacto durante la perfección oral, son elementos que vienen a modificar el contrato oral ya perfeccionado. Aunque potencialmente podrían esgrimirse ciertos argumentos dirigidos a «torpedear» el convenio arbitral, particularmente cuando se ha incluido en la confirmación que es posterior a la perfección oral, o cuando consta en el CMOF, los cuales, incluso, podrían ser examinados”. PERALES VISCASILLAS, Pilar. Contratos...ob. cit., pág. 14.

(como al efecto lo es la nulidad) en los casos en que no se requiera como árbitro a un abogado en ejercicio¹³⁵⁶.

Creemos además que la cláusula de arbitraje respectiva ha de partir de la base de un contrato eficaz, en cuyo ínterin surgen discrepancias entre las partes¹³⁵⁷, limitándose a cuestiones ajenas a su propia validez.

Dicho razonamiento, nos pone en bandeja otro que nos lleva a deducir la posible abusividad de la cláusula arbitral en los contratos celebrados con consumidores, por contraria al art. 82 y 90 TRLGDCU, en cuanto supone la sumisión a un arbitraje distinto del de consumo y una alteración de las normas sobre competencia del juez o tribunal del domicilio del consumidor¹³⁵⁸ o del lugar de cumplimiento de la obligación. Implica además una renuncia “de facto” a la vía jurisdiccional ordinaria, siendo pues contraria al derecho fundamental a la tutela judicial efectiva consagrado en el art. 24.1 CE¹³⁵⁹.

Dicha idea concuerda con la previsión contenida en el art. 54.2 de la Ley de Enjuiciamiento Civil (LEC) que refuta la validez de los convenios de sumisión expresa contenidos en el contrato de adhesión y el art. 9.2 de la Ley 60/2003, de 23 de diciembre, de Arbitraje, que remite a la legislación sobre condiciones generales de la contratación de los convenios arbitrales concertados en el seno de un contrato de adhesión.

¹³⁵⁶ Así con la fórmula: “*Con derogación o exclusión expresa de lo dispuesto en el art. 15.1 de la Ley 60/2003 y en el artículo 21 del Reglamento de la Corte de Arbitraje de Madrid, por virtud del presente acuerdo expreso de las partes en contrario el árbitro único deberá ser persona con un amplio conocimiento de los mercados de productos financieros y derivados, no precisándose, pues, la condición de abogado en ejercicio.*”

¹³⁵⁷ No hay razón, por tanto, para entender que la sumisión a arbitraje va más allá de lo expresado literalmente en el contrato, y debe tenerse en cuenta, además, que el TS se inclina claramente por la interpretación literal de los convenios arbitrales (así, STS de 5 de mayo de 2006).

¹³⁵⁸ Normalmente se exige al usuario bancario acudir a la corte de Arbitraje de Madrid.

¹³⁵⁹ Constitución española.

B) Efectos

Por último, con respecto a los efectos de la nulidad, podemos decir que dicha ineficacia opera *ipsu iure*, es decir de pleno derecho, y de modo automático, sin que sea necesario un pronunciamiento judicial al efecto¹³⁶⁰.

Algunos autores son partidarios de que la nulidad sea declarada *ex officio*, opinión que ha sido cuestionada por la doctrina y jurisprudencia recientes¹³⁶¹. Además, *aunque la acción de nulidad sea de carácter personal, no por ello dejará de perjudicar a terceros cuyos derechos se deriven del contrato nulo, salvo que se trate de terceros protegidos por el art. 34 Ley Hipotecaria¹³⁶² o art. 464.1 CC.¹³⁶³*.

La nulidad e inexistencia es perpetua e insubsanable, no siendo susceptible de convalidación o confirmación ex art. 1310 C.c. Por tal motivo, la acción para hacerla efectiva no está sujeta a plazo de caducidad¹³⁶⁴.

¹³⁶⁰ No es óbice a que pueda instarse dicho pronunciamiento, pero tendrá carácter meramente declarativo, ya que la nulidad existe previamente a su declaración judicial y efectos *ex tunc*, que será sin embargo necesario cuando el contrato nulo venga revestido de una apariencia de validez (por ejemplo a través del acceso a algún registro) que sea necesario eliminar. Puede impugnar el contrato nulo, por vía de acción o de excepción, cualquier persona que tenga interés en ello, e incluso los terceros perjudicados, sin que la acción sea pública, no siendo aplicable al supuesto la prohibición de *venire contra proprium*.

¹³⁶¹ Por contra considera DÍEZ-PICAZO que es incompatible con el art. 24 de la Constitución, matizando que “...Es concebible que el juez proponga de oficio la cuestión de la validez y decida oír a las partes sobre ella, aunque esta solución no encuentre hoy una vía procesal clara”. DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I...ob. cit., pág. 459.

¹³⁶² En adelante LH.

¹³⁶³ Sobre los efectos de la inscripción de contratos nulos, el art. 33 de la LH señala en su tenor que “La inscripción no convalida los actos y contratos que sean nulos con arreglo a las leyes”.

¹³⁶⁴ Dicha idea tiene su origen en el brocardo “*quod ab initio vitiosum est, non potest tractu tempore convallescere*” (Digesto, libro L, título XVII, regla 29).

Sin embargo el carácter imprescriptible se refiere sólo a la acción de declaración de nulidad, no a la obligación de restituir las cosas dadas en el contrato nulo, cuya acción está sometida al plazo de 15 años del art. 1964 C.c.¹³⁶⁵.

Conviene apostillar que los efectos de la nulidad se reconducen a:

1. Al tener la nulidad su origen en un defecto estructural, que determina su ilicitud, implica la carencia de todos los efectos legales, pues *quod nullum est, nullum effectum producit*¹³⁶⁶.
2. Si a pesar de su ineficacia, el contrato se hubiere ejecutado en todo o en parte, procede la restitución de las cosas al estado que tenían al tiempo de su celebración (art. 1303 C.c.)¹³⁶⁷. La devolución ha de ser *in natura*, más si la cosa se perdió se aplica el art. 1307 C.c.¹³⁶⁸.
3. Por último serán aplicables los arts. 1305 y 1306 C.c.¹³⁶⁹.

6.3. Supuestos y efectos de anulabilidad en el swap.

Tras un estudio jurisprudencial, no resulta laborioso discurrir, y por ello constatar que la mayoría de las controversias suscitadas por el SWAP de tipos de interés, giran

¹³⁶⁵ Es posible, no obstante, instar la nulidad parcial del contrato, referida a ciertas cláusulas, bajo el principio *favor negotii* (art. 1284 C.c.), y la conversión en los términos que posteriormente serán objeto de nuestro estudio.

¹³⁶⁶ Esto es, no engendra, ni modifica, ni extingue la relación obligatoria a la que el contrato nulo se refiera.

¹³⁶⁷ Artículo 1303: “Declarada la nulidad de una obligación, los contratantes deben restituirse recíprocamente las cosas que hubiesen sido materia del contrato, con sus frutos, y el precio con los intereses, salvo lo que se dispone en los artículos siguientes.”

¹³⁶⁸ De la regla anterior, el art. 1304 Cc salva al menor : “Cuando la nulidad proceda de la incapacidad de uno de los contratantes, no está obligado el incapaz a restituir sino en cuanto se enriqueció con la cosa o precio que recibiera.”

¹³⁶⁹ Vid arts. 1305 y 1306 del Cc.

en torno a la declaración de nulidad (léase anulabilidad) del contrato; anulabilidad, que por un lado, supone la existencia de un negocio o contrato que reúne todos los requisitos esenciales, y no es contrario a la ley, la moral y el orden público, pero que de otro lado, adolece de un vicio o defecto susceptible de motivar su anulación por la justicia¹³⁷⁰, que si tiene éxito, producirá la destrucción del acto con fuerza retroactiva.

La anulabilidad tiene su origen en defectos estructurales del negocio (ex art 1300 C.c.¹³⁷¹), y se concibe para la protección de determinados intereses¹³⁷², no siendo un supuesto tan drástico de invalidez, en cuanto que el negocio jurídico, produce sus efectos en tanto no se ejercite en plazo la acción que brinda la ley para su anulación¹³⁷³.

Al amparo del art. 1301 del C.c., se pueden listar los siguientes supuestos de anulabilidad:

1. Vicios del consentimiento: arts. 1265-1270 C.c.
2. Falsedad de la causa ex art. 1276 C.c.¹³⁷⁴.

¹³⁷⁰ Mediante el ejercicio de la acción de impugnación.

¹³⁷¹ Esta anulabilidad es la que se regula en el capítulo VI, título II, libro IV del C.c. (*De la nulidad de los contratos*), cuyo art. 1300 reza “*Los contratos en que concurren los requisitos que expresa el artículo 1.261 pueden ser anulados, aunque no haya lesión para los contratantes, siempre que adolezcan de alguno de los vicios que los invalidan con arreglo a la ley.*”

¹³⁷² A diferencia de la nulidad radical, en la que predomina el interés general, la anulabilidad, se establece exclusivamente como una medida de protección de los intereses de la parte contratante que ha sido víctima de su inexperiencia, o del error, violencia o manejos dolosos, de ahí que la acción sólo puede ser ejercida por las personas en cuya protección es acordada ex art 1302 C.c. Además, es doctrina jurisprudencial, que la anulabilidad sólo puede ser ejercida por vía de acción y no de excepción. Para su ejercicio, se establece un plazo de 4 años. La sentencia estimatoria de la acción interpuesta es constitutiva y tiene efectos retroactivos. Dicha acción se extingue por el transcurso del plazo de 4 años ex art. 1301 C.c., por la confirmación ex art. 1309 C.c., o por la pérdida de la cosa ex art. 1314 C.c.

¹³⁷³ Sentencia del TSJ de Baleares n.º 149/12, de 27 de septiembre de 2012. Se dice que tiene una eficacia claudicante, produciendo el negocio plenos efectos, como si fuera válido, en tanto no se decreta su anulabilidad.

¹³⁷⁴ Recordemos que la llamada causa mentira, no hace al contrato anulable, sino nulo, y se reputa inexistente a no ser que encubra otra verdadera e ilícita (simulación relativa).

3. Defectos de capacidad ex art. 1263 y 1264 C.c., que no impliquen la falta de consentimiento¹³⁷⁵.

Pues bien, dado que la causa fue tratada en el capítulo tercero dedicado a los elementos del contrato, es menester centrar el hilo de nuestra exposición en analizar los vicios del contrato y los defectos de capacidad que no impliquen falta de consentimiento.

A) Vicios del consentimiento.

Con respecto al primer supuesto de anulabilidad, nuestro Código civil contempla cuatro tipos de vicios: la intimidación, la violencia, el dolo y el error¹³⁷⁶.

Dado que los dos primeros supuestos de error serán hechos anecdóticos e insólitos en el ámbito del swap de tipos de interés, enfocaremos nuestra exposición en los dos últimos casos.

a) Dolo

El Código Civil, amén de la acepción que del dolo ofrece como vicio del consentimiento -- art. 1269 C.c.¹³⁷⁷ --, estudia tal manifestación de la culpabilidad en

¹³⁷⁵ Véase arts. 293 o 1322 Cc.

¹³⁷⁶ Como indica PUIG BRUTAU, son la falta de conocimiento y la falta de libertad, los dos grandes grupos de causas por las que resulta factible pedir la anulación de un contrato, y por ello, de habar de vicios del consentimiento contractual. Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I...ob. cit., p. 158. Véase también LLAMAS POMBO, E. «Productos financieros complejos y nulidad contractual». En *Práctica de Derecho de Daños-La Ley*, núm. 83, 2010. Constata que la evaluación de los vicios del consentimiento se torna muy restrictiva.

sede de incumplimiento contractual -- arts. 1101 y ss. CC--, y lo configura como el incumplimiento consciente y voluntario de la obligación surgida a consecuencia de la perfección del contrato, que a diferencia del dolo penal, no se basa, exclusivamente, en la intención de dañar, sino en la de quebrar la norma, equivaliendo, por ello, a la mala fe. Por esta vía se entienden dolosamente queridos los resultados que sin ser intencionalmente perseguidos, aparecieran como consecuencia necesaria de la acción, surgiendo el llamado dolo eventual como una de sus manifestaciones fronterizas con la culpa consciente o culpa con previsión¹³⁷⁸.

Como premisa diremos¹³⁷⁹ que el *dolus in contrahendo* o dolo-vicio, parte de una conducta ilícita sobre la persona a la que se incita a contratar, pero a diferencia de la violencia o de la intimidación, no se actúa sobre la libertad, sino sobre el conocimiento, dado que a través del dolo se origina un engaño.

Es por ello que se puede definir el dolo como *«el error provocado por la actuación maliciosa dirigida a inducir en el ánimo del declarante una falsa representación de la realidad que le impulsa a emitir una declaración de voluntad que, sin aquella actuación, no habría emitido»*¹³⁸⁰.

A pesar de la referencia del C.c. a *“palabras o maquinaciones insidiosas”* que parecen descartar un dolo omisivo, tanto la doctrina¹³⁸¹ como la jurisprudencia¹³⁸² han

¹³⁷⁷ Art. 1269 C.c. *“hay dolo cuando, con palabras o maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes, es inducido el otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho.”*

¹³⁷⁸ SAP de Barcelona, secc. 15.ª de 19 de mayo de 1999.

¹³⁷⁹ Véase VALPUESTA FERNÁNDEZ, Rosario. «Vicios en los elementos del contrato». En AAVV. *Derecho de obligaciones y contratos*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1994, págs. 351-368.

¹³⁸⁰ Es por ello que se puede definir el dolo como *«el error provocado por la actuación maliciosa dirigida a inducir en el ánimo del declarante una falsa representación de la realidad que le impulsa a emitir una declaración de voluntad que, sin aquella actuación, no habría emitido»* PABLO CONTRERAS, Pedro de. *«Requisitos del contrato»*. MARTÍNEZ DE AGUIRRE ALDAZ, Carlos (coord.). *Curso de Derecho Civil, vol. II. Derecho de obligaciones*. Madrid: Colex, 2011, pág. 359.

¹³⁸¹ Así por ejemplo CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio...* ob. cit., pág. 152. VERDA Y BEAMONTE, José Ramón de. «El dolo in contrahendo». En *Revista Aranzadi de Derecho patrimonial*,

manifestado su aceptación, situándose el punto de mira en precisar las condiciones que el silencio debe ostentar para ser configurado como dolo¹³⁸³.

núm. 16, 2006, págs. 43-44. QUIÑONERO CERVANTES, Enrique. «El dolo omisivo». En *Revista de derecho privado*, vol. 63, nº. 4, 1979, págs. 345-357. MAZA GAZMURI, Íñigo de la. «Deber de informar, dolo incidental e incumplimiento contractual. Nota a la STS de 11 de julio de 2007». En *Anuario de derecho civil*, vol. 60, nº. 4, 2007, págs. 1861-1863. ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Derecho Civil II. Derecho de obligaciones*. Madrid: Edisofer, 17ª ed., págs. 607 y 608.

¹³⁸² Como señala la STS de 31 de mayo de 2004, *“El concepto de dolo que da el art. 1269 C.c. no sólo comprende la insidia directa e inductora sino también la reticencia dolosa del que calla o no advierte debidamente –SSTS de 6 de junio de 1953, 7 de enero de 1961 y 20 de enero de 1964–”*. Siguiendo la misma pauta añade la STS de 5 de mayo de 2009 que *“el dolo abarca no sólo la maquinación directa, sino también “la reticencia del que calla o no advierte debidamente a la otra parte, sin que lo invalide la confianza, buena fe o ingenuidad de la parte afectada”*. Añade la STS de 11 de diciembre de 2006 que también constituye dolo *“la reticencia consistente en la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato y respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe o los usos del tráfico”*. Y la de 26 de marzo de 2009 habla del *“...llamado dolo negativo, por haber infringido el deber de informar al comprador de las vicisitudes administrativas del negocio tramitado, deber éste impuesto por la buena fe, entendida ésta como deber precontractual”*. Las sentencias de 11 de mayo de 1993, 29 de marzo de 1994 y de 29 de diciembre de 1999 del TS, advierten asimismo que no sólo manifiestan el dolo la *“insidia directa o inductora de la conducta errónea de otro contratante sino también la reticencia dolosa del que calla o no advierte a la otra parte en contra del deber de informar que exige la buena fe”*. Lo reitera la STS de 27 de noviembre de 1998. Y la de 25 de abril de 2009: *“...un supuesto de reticencia dolosa, en que una de las partes calla o no advierte debidamente a la contraparte, en pugna con el deber de informar exigible por la buena fe”*. Y, por último la de 5 de mayo de 2009 añade: *“en cualquier caso, siempre cabría estimar, como hacen las sentencias de instancia, la concurrencia de dolo negativo o por omisión, referido a la reticencia del que calla u oculta, no advirtiendo debidamente, hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión contractual (SS., entre otras, 29 de marzo y 5 de octubre de 1.994; 15 de junio de 1.995; 19 de julio y 30 de septiembre de 1.996; 23 de julio de 1.998; 19 de julio y 11 de diciembre de 2.006; 11 de julio de 2.007; 26 de marzo de 2.009), pues resulta incuestionable que la buena fe, lealtad contractual y los usos del tráfico exigían, en el caso, el deber de informar (SS. 11 de mayo de 1.993; 11 de junio de 2.003; 19 de julio y 11 de diciembre de 2.006; 3 y 11 de julio de 2.007; 26 de marzo de 2.009)”*. Cita de sentencias extraídas de la STS de 5 de marzo de 2010. En la misma línea la STS de 11 de diciembre de 2006 califica de dolo la omisión de hechos o circunstancias influyentes y determinantes para la conclusión del contrato, respecto de los que existe el deber de informar según la buena fe y los usos del tráfico. En este sentido MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición...ob. cit. pág. 3054. ARNAU MOYA indica que la STS de 12 de junio de 2003 (LA LEY 13178/2003), que, a su vez, se hace eco de la STS de 29 de marzo de 1994 señala que *“El concepto legal de dolo exige, en suma, dos elementos: uno, el empleo de maquinaciones engañosas, o conducta insidiosa del sujeto que lo causa, que tanto pueden consistir en acciones como en omisiones; y otro, la inducción producida por las maniobras dolosas sobre la voluntad de la otra parte, en términos tales que la determina a celebrar el negocio.”* ARNAU MOYA, Federico. *Lecciones de Derecho Civil II. Obligaciones y contratos*. Valencia: Universitat Jaume I, 2009, p. 159.

¹³⁸³ *“En tales casos se habla de dolo reticente siendo la reticencia el «silencio de un contratante que calla hechos o circunstancias cuyo conocimiento hubiera podido cambiar el parecer de la otra parte y hubiera podido hacerla desistir de la celebración del contrato» y para estimar si la pura reticencia o el puro silencio constituyen dolo «debe valorarse sobre todo hasta qué punto es lícito o ilícito el silencio y hasta*

A tales efectos clarifica el TS, la relevancia del dolo omisivo, en base a estimar que la buena fe impone el deber de informar de la veracidad de aquellas circunstancias que se sabe o debe saberse que inducen a la otra parte a contratar.

No obstante, no nos debemos llamar a error, pues el hecho de que la buena fe imponga ciertas obligaciones de carácter precontractual, como es la de informar plenamente al otro contratante, no acarrea necesariamente la existencia de dolo, pues las contravenciones de dichos deberes nos ubican en el ámbito de la responsabilidad por culpa *in contrahendo*, siendo nuestro objetivo determinar si la ocultación además merita la calificación de *insidia* y por ello de dolosa.

Es cierto que el dolo negativo exige como presupuesto la existencia de unos deberes precontractuales de información¹³⁸⁴, y una consiguiente contravención de los mismos¹³⁸⁵. Y este matiz nos lleva a distinguir entre la mera abstención y la omisión, pues la abstención supone una inactividad, mientras que la omisión exige además la existencia de un deber de actuar impuesto por el derecho que se quebranta.

qué punto puede ser considerado como maquinación o como artificio», añadiendo a continuación que «no se trata solo de que la buena fe imponga el deber de informar plenamente al otro contratante, pues la simple violación de los deberes precontractuales de buena fe nos sitúa más bien en el terreno de la responsabilidad por culpa in contrahendo o en el del error provocado», sino que se trata de saber si, atendiendo a las circunstancias del caso, la ocultación es insidiosa». Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. Fundamentos...ob. cit., pág. 173. “En numerosas demandas se observa que se alega la existencia de dolo en el oferente del SWAP, y en muchas ocasiones de dolo reticente, que consiste precisamente en la omisión de informaciones relevantes para la formación del consentimiento de la parte contratante engañada”. FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. SWAP...ob. cit.

¹³⁸⁴ Así GÓMEZ CALLE, Esther. «Los deberes precontractuales de información». En *La Ley*, Madrid, 1994, p. 14.

¹³⁸⁵ Recordemos que en el dolo se exige una actuación maliciosa dirigida a provocar en el otro un engaño, que motiva y determina la contratación efectiva, y que puede llevarse a través de un hecho positivo y negativo. Como indica la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia n.º. 4 de A Coruña, de 2 de septiembre de 2011 «no debe haber inconveniente en admitir que el denominado dolo omisivo (la reticencia que señala STS 27 noviembre de 1998), como vicio invalidante del contrato, admite diversas manifestaciones, de las cuáles una (que aquí nos interesa, pues a ella se refiere la demanda) es el silencio, el cual merecerá tal calificación cuando además de ser deliberado o intencional, exista un deber de informar, se cumplan los requisitos que imponen los artículos 1.269 y 1.270.1 del Código civil y, además, la norma no señale una sanción específica distinta para la omisión».

Queremos con ello apostillar que es la omisión de la información que las entidades deben proporcionar por ley a sus clientes¹³⁸⁶, esencial para la formación del consentimiento contractual, la que entra de lleno en el concepto de omisión que hemos señalado y por ende relevante, siempre y cuando dicha información sea debida¹³⁸⁷.

A modo de ejemplo, comercializar un swap sobre la base de una evolución alcista del Euribor, pero soslayando por completo el supuesto contrario, y lo que es más importante, *guardando un revelador silencio respecto del intercambio de pagos que pudiera perjudicar al inversor en caso de un cambio de tendencia del índice*¹³⁸⁸, nos sitúa de lleno en el contexto del dolo omisivo.

Por lo que respecta a las características de la conducta dolosa, la doctrina científica exige la concurrencia de los siguientes requisitos:

¹³⁸⁶ De este modo “no siempre que una de las partes omite una información que pudiera ser interesante para la otra está el contrato viciado por dolo: la clave la encontramos en si la información era debida, esto es, si precede un deber jurídico de informar que sería quebrantado por el silencio. Si la omisión del deber precontractual de informar puede configurar una hipótesis de dolo, con mayor motivo podremos apreciarlo en los casos de error inducido por la incorrección de la información proporcionada.” DELGADO ECHAVARRÍA, J.; PARRALUCÁN, María Ángeles. «Comentario a la STS de 5 de marzo de 2010». En *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 86/2011 parte Comentario, recurso electrónico BIB 2011\849, accesible en www.westlawinsignis.es.

¹³⁸⁷ Así “las conductas consistentes en la omisión del deber precontractual de información legalmente impuesto resultan rayanas al dolo, tal y como se desprende de la descripción general del mismo que podemos hallar en nuestra jurisprudencia: las «palabras o maquinaciones pueden tener carácter positivo o ser de tipo negativo en el sentido de la reticencia o silencio ante una situación que razonablemente podía pensarse lo contrario» STS de 5 de marzo de 2010 (RJ 2010, 2390)]. En realidad, muchas de las decisiones donde se anulan los contratos por error serían perfectamente reconducibles al dolo [así se aprecia, v.gr., en la Sentencia del Juzgado de Primera Instancia núm. 37 de Madrid de 3 de junio de 2011 (AC 1358)].” CUADRADO PÉREZ, Carlos. «La responsabilidad precontractual en la reforma proyectada: ¿una ocasión perdida? (Parte II)». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, Núm. 746, noviembre 2014, pág. 3012. También LACRUZ indica que «las medias palabras o las informaciones imprecisas o incompletas podrán también considerarse en ocasiones como maquinaciones dolosas y, desde luego, los son en todos aquellos casos en que exista, impuesto por la buena fe, un especial deber de información fidedigna por parte de los contratantes en orden a la determinación de los extremos básicos del contenido contractual». LACRUZ BERDEJO, José Luis. *Elementos de Derecho civil*. Tomo II, Vol. I. Madrid: Dykinson, 1999, pág. 64. En la misma línea MAZA GAZMUR indica que «El silencio, entonces, determina la existencia del dolo por omisión en la medida que sea ilícito». MAZA GAZMUR, Íñigo de la. *Deber...ob. cit.* pág. 1863.

¹³⁸⁸ GÁLVEZ PASCUAL, Josep. *La protección...ob. cit.*

1. *Una conducta insidiosa, intencionada o dirigida a provocar la reclamación negocial, utilizando para ello las palabras o maquinaciones adecuadas.*
2. *Que la voluntad del declarante quede viciada por haberse emitido sin la natural libertad y conocimiento a causa del engaño, coacción u otra insidiosa influencia.*
3. *Que sea grave si se trata de anular el contrato.*
4. *(Y) que no haya sido causada por un tercero, ni empleado por las dos partes contratantes*¹³⁸⁹.

Por lo que a la conducta insidiosa se refiere¹³⁹⁰ “el Tribunal Supremo destaca en el dolo la existencia de un comportamiento engañoso informado por el animus decipiendi¹³⁹¹ (sentencias del Tribunal Supremo de 3 febrero 1981, 1 octubre 1986 y 18 julio 1988), orientado a la captación de la voluntad (sentencia del Tribunal Supremo de 27 febrero 1989), que, además, la determina (sentencia del Tribunal Supremo de 1 octubre 1986). Caben toda clase de astucias para conseguir el resultado falaz (sentencias del Tribunal Supremo de 3 febrero 1981(14) y 18 julio 1988)”.

Existirá dolo en el caso de que las actuaciones de los empleados bancarios tuvieran por objeto confundir al cliente respecto a lo que verdaderamente contrata, por ejemplo ofreciendo como seguro lo que en realidad vendría a ser un swap¹³⁹²,

¹³⁸⁹ STS de 12 de junio de 2003 (La Ley 13178/2003).

¹³⁹⁰ En este sentido MORALES MORENO, Antonio. «Artículos 1269 y 1270». ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios al Código Civil*. Tomo XVII, vol. 1ª B: Artículos 1261 a 1280 del Código Civil. Madrid: Edersa, 2004.

¹³⁹¹ Propósito de engañar.

¹³⁹² La SAP de Álava, secc. 1ª, n.º 20/2011, de 18 de enero de 2011 indica al efecto que “Esta práctica ha sido criticada por numerosas resoluciones de Audiencia Provincial, referidas a supuestos de vicios del consentimiento, que cuestionan que pueda ofrecerse como seguro un contrato de permuta de tipos de interés o swap (SAP Jaén, Secc. 3ª, de 27 de marzo de 2009 (LA LEY 79447/2009); SAP Pontevedra 7 abril 2010 (LA LEY 53926/2010); SAP Asturias de 23 de julio de 2010 (LA LEY 132458/2010); SAP Vizcaya, Secc. 4ª, de 14 septiembre de 2010 y la antes citada SAP Valencia, Secc. 9ª, de 6 de octubre de 2010 (LA LEY 247992/2010)).”

exigiéndose para que tenga virtualidad que el cliente carezca de conocimiento en torno al contrato que firma, y voluntad anterior de negociar¹³⁹³.

Se podría afirmar que destacar las bondades del contrato de swap, frente a las negativas, podría tener cierto encaje en el llamado “*dolus bonus*”, concebido como el margen de maniobras tolerado por los usos y la conciencia social, dirigidos a la firma de los contratos¹³⁹⁴. Con ello podríamos limitar el efecto de las maquinaciones dirigidas

¹³⁹³ Como indica la SAP de Álava de 18 de enero de 2011 “*el ofrecimiento de un producto con una finalidad diferente a la real, ocultando las consecuencias negativas que supone para el cliente suscribirlo, y el ofrecimiento de una ampliación del crédito para vencer su natural prudencia, son constitutivas de la maquinación o insidia de la que habla el art. 1.269 C.c., porque nunca hubiera contratado sin la insistencia del banco, sin el convencimiento que era una especie de seguro, y sin la oferta de ampliar el crédito que previamente ya disponía*”. En la misma línea MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. «Delimitación del error en los contratos de swap». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 130, 2013, págs. 302-303, indica al efecto que “*se proporcionaba una información parcial y limitada que no se ajustaba a las verdaderas características del producto, dando una visión sesgada de él que impedía conocer el riesgo realmente asumido. Lo que cree el cliente es que está contratando un seguro que le protege frente a subidas de los tipos de interés, pero nada más (...). Normalmente en estos supuestos las entidades financieras ofrecen la contratación del swap proporcionando una información parcial que sólo revela el comportamiento del producto financiero en un escenario favorable a la posición del cliente, y sin referirse a la posibilidad contraria*.” Entre otros FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. SWAP...ob. cit., págs. 2 y ss.; MÉNDEZ TOJO, Ramón. «La permuta financiera de tipos de interés o swap: error en el consentimiento o contrato consentido». En *Diario La Ley*, núm. 7956, 2012, págs. 3 y ss.; GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, María. «El fracaso del “swap” desde la perspectiva de la formación del consentimiento». En *Revista xurídica galega*, n.º 67, 2010 p. 31-45; BARCELÓ DOMÉNECH, Javier. «La anulación del contrato de swap por error en el consentimiento». En *Revista de Derecho Privado*, núm. 4, 2012, págs. 7 y ss. Más allá señala MUÑIZ ESPADA que “*en los supuestos que analizamos no se requiere el elemento intencional para calificarlo de dolo, pues, por un lado, el profesional no podía ignorar la información omitida, de importancia determinante para la otra parte, y, por otro, la propia legislación impone el deber de información, una obligación exigida de manera reforzada, podríamos decir, por la trascendencia del producto comercializado y porque le incumbe demostrar la ejecución de esta obligación, así, por esta vía se suprime el elemento intencional del dolo; o, podríamos decir, es fácilmente deducible la mala fe o intención deliberada si no se ha informado de aquello a lo que se estaba obligado, pues ¿de haberse informado correcta y ampliamente de sus condiciones muchos hubieran adquirido este producto financiero?; cabe presumir que en muchos casos, de haberse conocido, no se hubiera llegado a contratar*”. MUÑIZ ESPADA, Esther. Adquisición...ob. cit., pág. 3055

¹³⁹⁴ Así Díez-Picazo señala que “*no todo engaño es considerado como ilícito y constitutivo de dolo. Tradicionalmente, la doctrina viene situando frente al auténtico dolo (dolus malus) el llamado dolus bonus. Hay siempre un cierto margen de engaño en las acciones generales del tráfico que los criterios éticos imperantes no rechazan. Dolus bonus es, pues, este margen de engaño tolerado por los usos y la moral*”. Y define el dolus bonus como “*las afirmaciones y los elogios exagerados que el comercio suele utilizar en la publicidad de las mercaderías, siempre y cuando se mantenga dentro de los límites tolerados por los usos y sea reconocible el carácter publicitario o propagandístico de las afirmaciones*”. Díez-Picazo y Ponce de León, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I...ob. cit., p. 201.

a crear una inadecuada representación de la realidad en la otra parte¹³⁹⁵, pero tal y como veremos más adelante, resulta dudoso admitir dicho tipo de dolo, en especial en lo que atañe a los contratos en masa celebrados por entidades financieras. Es más, cabe afirmar que en sí mismo el ofrecimiento distorsionado de un producto como el SWAP, tiene pleno encaje en el concepto de “*maquinaciones insidiosas*” del art. 1269¹³⁹⁶.

También es dable estimar la existencia de dolo si el contrato de swap no advirtiera por ejemplo de los peligros que entraña su contratación, ni concretara las

¹³⁹⁵ En palabras de PLANIOL “*No hay dolo cuando no existe algún hecho característico de fraude; cuando el favorecido se ha limitado a atraerse la benevolencia del disponente por medio de demostraciones de adhesión; por cuidados o servicios hechos con solicitud exagerada, aun cuando la complacencia extrema hubiera podido engañar al disponente sobre la existencia de una afección, que era fingida.*” PLANIOL, Marcel. Y RIPERT, Georges. *Traité Pratique de Droit Civil Français*. Tomo III. París, 1952, p. 2880 y ss. Véase BOSCH CAPDEVILLA, Esteve. «Causas de invalidez del contrato». VAQUER ALOY, Antoni. BOSCH CAPDEVILLA, Esteve. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, María Paz. *Derecho europeo de los contratos. Libros II y IV del Marco Común de Referencia*. Vol. 1. Barcelona: Atelier, 2012, pp. 459-545.

¹³⁹⁶ En este sentido SAP de Álava (sección 1ª) de 18 de enero de 2011: «*el contrato no recoge la realidad desde su comienzo, y en fase precontractual se da a entender por el oferente que sirve para un fin, la evitación de costes añadidos en caso de subida de tipos de interés, que no responde a la realidad, pues también contiene previsiones que suponen coste para el cliente si los tipos bajan por debajo de ciertos límites. (...) El ofrecimiento de un producto con una finalidad diferente a la real, ocultando las consecuencias negativas que supone para el cliente suscribirlo, y el ofrecimiento de una ampliación del crédito para vencer su natural prudencia, son constitutivas de la maquinación o insidia de la que habla el art. 1.269 CC. , porque nunca hubiera contratado sin la insistencia del banco, sin el convencimiento que era una especie de seguro, y sin la oferta de ampliar el crédito que previamente ya disponía*». Véase GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., pág. 21, que al efecto afirma que “*si de forma intencionada se ocultan aquellos escenarios de pérdidas y se ofrecen únicamente supuestos de ganancias por parte de la entidad se arroja así una imagen deformada del producto a voluntad de la entidad, y no es sólo supone la contravención de la obligación primigenia de velar por los intereses del cliente como si fueran propios que debe guiar a la entidad en su actividad profesional, sino que supone además la ocultación a su cliente de información esencial, como posteriormente se ha verificado en innumerables resoluciones judiciales. Cuestión que además se torna especialmente aguda si la entidad oferente, en su posición de agente privilegiado en el mercado financiero, había contado con previsiones de que los tipos de interés no iban a continuar con la dinámica de incremento sino por el contrario de bajada, cuando precisamente se había venido ofreciendo el swap como una cobertura para casos de subidas, dando por descontado que era el escenario futuro obviando el riesgo inherente al contrato de swap, ocultando así las previsiones mediante la comercialización de un producto perjudicial para su cliente.*”

pautas de su funcionamiento (dolo omisivo), siempre que existiera el propósito de engañar¹³⁹⁷.

Debemos a continuación apreciar la concurrencia de una relación de causalidad bastante entre la “*conducta insidiosa*” y el consentimiento prestado y la necesidad de apreciar el carácter vencible o invencible del dolo como elementos determinantes del dolo.

Así, es necesario que la conducta insidiosa sea *conditio sine qua non* de la celebración del contrato (*dolus causam dans*), no siendo sin embargo imprescindible que sea la única causa que impulse a la parte a contratar. Esta relación de causalidad, debe ser objeto de cumplida prueba.

El dolo, producirá la nulidad de los contratos en caso de que sea grave (*dolus causam dans contractu*), o lo que es igual, determinante de la formación del contrato y empleado sólo por una de las partes contratantes, debiendo existir la intención de engañar, pues sin engaño no hay dolo¹³⁹⁸. Ello se debe a que la *insidia* exige cierta

¹³⁹⁷ Más allá, señala ALONSO GARCÍA que la comercialización de contratos swap podría reunir los elementos definidores del delito de estafa, pues dispone el artículo 248 del Código Penal que *cometen estafa los que, con ánimo de lucro, utilizaren engaño bastante para producir error en otro, induciéndolo a realizar un acto de disposición en perjuicio propio o ajeno*. ALONSO GARCÍA, Javier. «Perspectiva penal de las permutas financieras». En *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 811, Pamplona, 2010, p. 6. En contra del uso de la vía penal se manifiestan CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. Swaps...ob. cit., indicando que “*aun concurriendo aparentemente los elementos que configuran el delito de estafa (engaño bastante, error, disposición patrimonial) en atención a que el contrato de swap es un contrato sinalagmático, en el que las partes pueden ganar o perder, y en atención, igualmente, al principio de intervención mínima antes aludido, debemos considerar que, con carácter general, la procedente es la vía civil y no la penal*”. Sobre fraudes publicitarios al consumidor vid. LLEDÓ BENITO, Ignacio. La estafa...ob. cit., págs. 255-313.

¹³⁹⁸ Díez-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I...ob. cit., pág. 199. Señala el autor que “*es dolo grave aquel que ha dado causa al contrato o que ha sido causa del contrato*”. El dolo incidental, es aquel, que, no determinando la formación del contrato, ni siendo causa del consentimiento omitido, puede facilitar su conclusión. Este tipo de dolo, conlleva la indemnización de los daños y perjuicios irrogados, pero no la nulidad del contrato.

intencionalidad, encauzada a la captación de la voluntad del otro contratante. No se exige sin embargo ni ánimo de lucro, ni intención de dañar¹³⁹⁹.

La STS de 22 de diciembre de 2001 afirma que *“se reputa conducta dolosa inicial grave aquellos actos precedentes o concurrentes con la perfección del contrato que responden a un actuar malicioso, deliberado y voluntario de parte que engaña a la otra y la motiva a celebrar la relación, a la que de conocer la verdad no hubiera accedido”*.

Pero sobre esta base ¿es suficiente para apreciar la existencia de dolo el ofrecimiento del swap con una finalidad distinta a la real basándose únicamente en las explicaciones de la entidad?

Lo que se nos plantea, es que pese al *animus fraudulentus* que pueda existir (por ejemplo al tratar de vender un “swap” como un “seguro”), si los empleados de la entidad financiera hubieran proporcionado suficiente información documental que clarificara los elementos y en especial los riesgos que entraña su contratación ¿Habría gravedad en el dolo?; ¿sería bastante el contenido contractual para anular el dolo omisivo?; pero ¿y si los términos del contrato son oscuros y difícilmente inteligibles para los no duchos en temas financieros? ¿Y si los contratantes en atención a la relación de confianza con la entidad hubieran firmado dando por sentado que lo ofrecido es en verdad un producto adecuado a sus intereses?

Si para calificar como grave el dolo debe éste ser *“causa del contrato”*, en el supuesto de que los contratantes hubieran firmado el contrato sobre la base de las explicaciones ofrecidas por la entidad, y hubieran sido inducidos a creer que contrataban un producto que les permitiría cubrirse frente a ciertos riesgos (v.gr. la subida de interés), sin eventuales consecuencias negativas (como serían las

¹³⁹⁹ Véase entre otras SSTs de 1 de octubre de 1986 y 27 de marzo de 1989. En todo caso nos interesa recordar que *“para que el dolo exista no es suficiente que se haya producido la captación de la voluntad ajena, aunque sea como consecuencia de un acto antijurídico, si no se da esa intencionalidad a la que antes nos referíamos.”* MORALES MORENO, Antonio. «Artículos 1269 y 1270». ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios...* ob. cit.

liquidaciones en contra por la bajada de intereses), nos inclinamos a pensar que estamos ante un dolo grave¹⁴⁰⁰.

Pero esta afirmación merece ciertas matizaciones.

En efecto, parte de la doctrina señala que podemos inferir que falta el elemento de gravedad predicable del dolo, además del elemento intencional (es decir el propósito de engañar), en el caso de que el contrato de swap haga referencia a las posibles consecuencias perjudiciales de su contratación, sin ocultar dicha información¹⁴⁰¹.

Este razonamiento se enmarca en la discusión sobre el carácter vencible del dolo, donde la mayoría de la doctrina¹⁴⁰² se inclina a opinar que no es requisito predicable del dolo, sino del error.

Otra cosa es la aplicabilidad del principio de negligencia que debe gobernar toda la contratación, y en especial la mercantil.

En esta línea de pensamiento el TS ha admitido la nulidad por dolo, aunque el error que el dolo causa no sea excusable, pues como destaca la STS de 15 de julio de 1987 *“no elimina la existencia del dolo empleado por una parte la circunstancia de la ingenuidad o buena fe de la otra.”* E incluso con mayor atrevimiento la STS de 26 de

¹⁴⁰⁰ Criterio que sostiene la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (sección 1ª), de 18 de enero de 2011 a cuyo tenor *“el ofrecimiento de un producto con una finalidad diferente a la real, ocultando las consecuencias negativas que supone para el cliente suscribirlo”* supone el primer pilar del dolo.

¹⁴⁰¹ Destacan DÍAZ RUIZ e IGLESIAS RODRÍGUEZ que *“En todo contrato, y más en los relativos a instrumentos financieros derivados, es muy difícil admitir que el consentimiento contractual de los demandantes se ha formado exclusivamente con arreglo a la información precontractual suministrada y sin tener en cuenta el contenido contractual; más aún cuando el cliente de la entidad financiera contratante es una (en cuyo caso, además, sus administradores tienen obligación de actuar diligentemente). Al respecto, debe recordarse que la Sentencia (a propósito de la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (Sección 1ª), de 18 de enero de 2011) tiene como hecho probado que los demandantes habían suscrito al menos dos contratos del mismo tipo con anterioridad.”* DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit.

¹⁴⁰² Así v.gr. COSSÍO Y CORRAL, Alfonso de. *El dolo en el Derecho Civil*. Granada: Comares, 2005, p. 187.

octubre de 1981, no considera imprescindible la existencia de error en la víctima, poniendo su acento en la conducta “insidiosa” del agente¹⁴⁰³ y afirmando que “*la existencia de una conducta insidiosa no puede ser enervada por una confianza ajena derivada de una ingenuidad simplicitas de la otra parte contratante*”.

Sobre este particular merece especial interés introducir ciertas reflexiones sobre el dolo positivo y el dolo negativo o por omisión, pues conviene apostillar que la obligación de información que pesa sobre una parte se sustenta sobre la base de la imposibilidad (o en su caso grandes costes) que para la otra entraña el acceso a la misma, o la existencia de una confianza legítima.

Así, en el dolo positivo, basta en la víctima una diligencia mínima para soslayar el engaño¹⁴⁰⁴ pero “*¿se encuentra dentro de esa diligencia la lectura del contrato para el caso de que difiera de la información precontractual recibida?*”¹⁴⁰⁵

En aras a apreciar la concurrencia del dolo se debe poner énfasis en las características del cliente.

Así, el hecho de que la entidad contratante sea una sociedad mercantil donde los administradores tienen la obligación de actuar diligentemente, y especialmente si ha contratado con anterioridad el mismo tipo de contrato¹⁴⁰⁶ “*no resulta creíble que un*

¹⁴⁰³ Dice la Sentencia que: “*La maquinación insidiosa es independiente de la parte afectada; es decir, porque no se puede ni se debe premiar la mala fe ínsita en el dolo so pretexto de la confianza ajena, calificando a ésta de ingenuidad (“simplicitas”) como si el Derecho debiera ser más el protector de los astutos que el defensor de los confiados, concepto o conductas que no pueden equipararse a los de diligencia o negligencia (y ahí sí que “vigilantibus non durmientibus iure succurrunt”) como pautas que el Derecho ha de valorar otorgando su protección al hombre cuidadoso frente al negligente.*”

¹⁴⁰⁴ De este modo “*es evidente que ante una pura reticencia, y por la propia configuración del deber de información, la necesidad de una asimetría en los costes de información, la valoración de posición de la víctima es muy distinta*”. ROJO AJURIA, Luis. *El Dolo en los Contratos*. Madrid: Civitas, 1994, p. 285.

¹⁴⁰⁵ A tales efectos DÍAZ RUIZ e IGLESIAS RODRÍGUEZ señalan que “*(...) Sin duda, la respuesta debe ser positiva*”. DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., p. 24.

¹⁴⁰⁶ En el caso descrito *habían suscrito al menos dos contratos del mismo tipo con anterioridad*.

*administrador diligente suscriba cualquier tipo de contrato (y menos un contrato con una entidad financiera) sobre la base exclusiva de la información verbal recibida*¹⁴⁰⁷.”

Pero queremos matizar que es verdad que dicho razonamiento se puede usar con relación a los contratos firmados por una entidad mercantil con conocimientos financieros, no resultado a mi juicio extrapolable a personas físicas e incluso pymes que carecen de dicha instrucción y conocimientos especializados, al verse privados en la mayoría de los casos de un espíritu crítico que los proteja del riesgo de engaño.

E incluso yendo más allá podemos proclamar que los prestadores de servicios de inversión carecen de un margen de engaño (*dolus bonus*)¹⁴⁰⁸ siendo por ende inadmisibile el ofrecimiento de una información sesgada “*donde se destacasen los beneficios potenciales del instrumento financiero, pero sin indicar los riesgos pertinentes*”¹⁴⁰⁹.”

¹⁴⁰⁷ DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., p. 23.

¹⁴⁰⁸ Véase ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia». ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho*...ob. cit., págs. 653-684.

¹⁴⁰⁹ Ex art. 60.1.b RD 217/2008. En dicha línea “*se constata que la comercialización masiva del contrato de permuta financiera se efectuó en términos sensiblemente alejados de las obligaciones que la normativa financiera impone a bancos y cajas de ahorro, resultando así que se informó a sus clientes de forma sesgada, parcial, ignorando las prevenciones y exigencias más básicas. En efecto, se ofreció del swap una imagen interesadamente edulcorada, pero igualmente distorsionada de un producto financiero altamente especulativo ofertado como un seguro, cuando precisamente un elemento esencial de su naturaleza es la concurrencia del riesgo*”. GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit. En idéntico sentido indica que “*No se trata simplemente de que se haya contratado un producto especulativo creyendo que se trataba de un seguro frente a subidas de los tipos de interés. En estos casos lo que sucede es que el banco ofrece un producto al cliente sabiendo que es muy probable que los tipos bajen, lo que beneficiaría al banco y perjudicaría al cliente, y se aprovecha de su posición de superioridad en la contratación y su mejor información. No comunica datos relevantes para la formación del consentimiento y, además, hace creer al cliente que lo que contrata es un producto con una finalidad distinta a la real. Si ofrece conscientemente una visión distorsionada del producto que oferta a fin de lograr su contratación y posteriormente obtener una sustanciosa ganancia por la previsible bajada de los tipos de interés, este actuar encaja, en mi opinión, en las maquinaciones insidiosas de parte de uno de los contratantes con las que se induce a otro a celebrar un contrato que, sin ellas, no hubiera hecho, tal y como refiere el artículo 1269 CC para definir el dolo*.” MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. Delimitación...ob. cit., pág. 303.

Dicha afirmación es particularmente incuestionable en el marco de la contratación en masa¹⁴¹⁰.

Queremos destacar que, en la contratación con clientes minoristas, el clausulado es objeto de redacción unilateral por parte de la entidad financiera, lo que sitúa a los particulares y pymes en claro desequilibrio en lo que al entendimiento del contrato se refiere, pues es la entidad la que realmente conoce el alcance de lo que en su día redactó.

Es por ello que creo que debemos considerar la existencia de dolo en los supuestos de contratación con clientes minoristas pese a la existencia de información documental suficiente, pues la simple lectura del contrato no permitirá a los contratantes no experimentados en temas financieros escrutar, atisbar e inferir las verdaderas consecuencias que entraña la contratación del SWAP¹⁴¹¹.

Y puesto que el dolo desencadena un error, podemos hacer nuestras las palabras del TS¹⁴¹², para el que *no pueden aceptarse las alegaciones sobre la suficiencia del contenido del contrato para excluir el error*.

En otro orden de cosas, dichas actividades bancarias tendentes a la contratación

¹⁴¹⁰ Véase a propósito de la contratación en masa BALLESTEROS GARRIDO, José Antonio. *Las condiciones generales de los contratos y el principio de autonomía de la voluntad*. Barcelona: Bosch, 2005. Así señala en sus conclusiones finales que *“Las circunstancias tan repetidas propias de la contratación en masa hacen que ciertas reglas tradicionalmente aplicadas («emptor caveat», admisión del «dolus bonus») se vean desplazadas por la imposición de una obligación al oferente de colaborar con sus clientes de manera muy especial para lograr el buen fin del contrato, informándoles de todos los datos que puedan ser relevantes para su decisión de contratar o no hacerlo, de tal forma que tanto una información incorrecta como la falta de ésta darán lugar a que deban satisfacerse las expectativas que el adherente se haya formado razonablemente, superando las reglas clásicas sobre vicios de la voluntad. En este sentido, la publicidad cobra una relevancia especial porque habitualmente constituirá la información más completa que reciba el adherente sobre la oferta del predisponente. En esta línea, el art. 8 LDCU supone, en buena medida, la elevación a rango legal de la doctrina de las expectativas razonables, al incorporar al contrato el contenido de la publicidad con independencia de que haya lagunas y de lo establecido por las condiciones generales.”*

¹⁴¹¹ Vid. en este sentido la SAP de Jaén, secc. 1ª, núm. 158/2013, de 28 de octubre.

¹⁴¹² STS de 7 de julio de 2014 y de 26 de febrero de 2015.

de productos inadecuados para sus clientes, nos obligan a dar cuenta sucinta de la posible incardinación de la actitud dolosa de las entidades de crédito en el ámbito de los actos de competencia desleal ex arts. 4, 5, 7 y 8 de la Ley 3/1991, de 10 de enero, de Competencia Desleal.

La clave para determinar si nos hallamos ante un acto de competencia desleal ex art. 2, radica en la concurrencia de una serie de actos (mencionados en los arts. 5 a 17 LCD), «*realizados antes, durante o después de una operación comercial o contrato, independientemente de que éste llegue a celebrarse o no*» (art. 2.3. LCD) que se realicen en el mercado y con una finalidad concurrencial. Es decir, de un lado se exige que el comportamiento trascienda del ámbito meramente privado y proyecte su eficacia más allá del ámbito interno de la organización de su autor¹⁴¹³. De otro se demanda una finalidad concurrencial, esto es, una acción que en sí misma o en base a las circunstancias del caso, está dirigida a influir en la estructura del mercado o posición competitiva de los operadores del mercado¹⁴¹⁴.

Puesto que dichos requisitos pueden darse a propósito de los SWAP comercializados por entidades de crédito, interesa destacar varios supuestos de competencia desleal contenidos en la ley, que pueden tener relevancia en la contratación del SWAP.

¹⁴¹³ Como relata la SAP de Cantabria de 9 de noviembre de 1994, el concepto de mercado presente en la Ley de competencia desleal (LCD) parece más económico que jurídico, manifestando que «*por actuación en el mercado debe entenderse cualquier actuación que incida real o potencialmente en las relaciones económicas y en la adopción de decisiones por los agentes económicos*». LÓPEZ JIMÉNEZ, David. «La pugna entre libertad de expresión y competencia desleal: valoraciones en torno a la resolución del jurado de la publicidad, de 26 de julio de 2012, AUC vs. Sportium en materia de juego». En *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 120, octubre 2012, pág. 17. Para mayor información véase MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio. *La competencia desleal*. Madrid: Civitas, 1988; DARNACULLETA I GARDELLA, María Mercè. *La competencia desleal*. Madrid: Iustel, 2007; y VILLAGÓMEZ RODIL, Alfonso. *Competencia desleal*. Madrid: Comares, 2000.

¹⁴¹⁴ Art. 2.1. LCD «*Se presume la finalidad concurrencial del acto cuando, por las circunstancias en que se realice, se revele objetivamente idóneo para promover o asegurar la difusión en el mercado de las prestaciones propias o de un tercero*». Sobre el ámbito objetivo de la LCD véase GARCÍA PÉREZ, Rafael. «El ámbito objetivo de la aplicación de la Ley de Competencia Desleal». En *Derecho de los Negocios*, nº. 200, sección artículos, mayo 2007, pág. 7.

Con carácter general señala la LCD en su art. 4 que “*Se reputa desleal todo comportamiento que resulte objetivamente contrario a las exigencias de la buena fe*”¹⁴¹⁵, añadiendo el art. 5 que “*Se considera desleal por engañosa cualquier conducta que contenga información falsa (la presentación de un swap como seguro contra la subida de tipos) o información que, aun siendo veraz, por su contenido o presentación induzca o pueda inducir a error a los destinatarios (que se daría en el caso de la entidad de crédito haga uso de un *dolus bonus*, al descollar las ventajas frente a los inconvenientes de la contratación del swap), *siendo susceptible de alterar su comportamiento económico, siempre que incida sobre alguno de los aspectos especificados en dicho precepto, entre los que destacan**”¹⁴¹⁶:

a) La existencia o la naturaleza del bien o servicio.

b) Las características principales del bien o servicio, tales como su disponibilidad, sus beneficios, sus riesgos, su ejecución, su composición, sus accesorios, el procedimiento y la fecha de su fabricación o suministro, su entrega, su carácter apropiado, su utilización, su cantidad, sus especificaciones, su origen geográfico o comercial o los resultados que pueden esperarse de su utilización, o los resultados y características esenciales de las pruebas o controles efectuados al bien o servicio.

e) El precio o su modo de fijación, o la existencia de una ventaja específica con respecto al precio.

¹⁴¹⁵ Y continúa su tenor «*En las relaciones con consumidores y usuarios se entenderá contrario a las exigencias de la buena fe el comportamiento de un empresario o profesional contrario a la diligencia profesional, entendida ésta como el nivel de competencia y cuidados especiales que cabe esperar de un empresario conforme a las prácticas honestas del mercado, que distorsione o pueda distorsionar de manera significativa el comportamiento económico del consumidor medio o del miembro medio del grupo destinatario de la práctica, si se trata de una práctica comercial dirigida a un grupo concreto de consumidores*».

¹⁴¹⁶ Letras a, b y e del art. 4 LCD.

También se incluyen las omisiones engañosas *por omisión u ocultación de la información necesaria para que el destinatario adopte o pueda adoptar una decisión relativa a su comportamiento económico con el debido conocimiento de causa. Es también desleal si la información que se ofrece es poco clara, ininteligible, ambigua, no se ofrece en el momento adecuado, o no se da a conocer el propósito comercial de esa práctica, cuando no resulte evidente por el contexto* (art. 7). Este precepto resulta de especial importancia con relación a aquellos casos de dolo negativo ya mencionados, y sobre los cuales no es mi propósito abundar.

Por último basándonos en el art. 8¹⁴¹⁷ LCD, aquellos swaps que se impusieron por las entidades a sus clientes como requisito para el otorgamiento de financiación, dada la utilización de una posición de poder de las primeras sobre los segundos, pueden también configurarse como actos de competencia desleal¹⁴¹⁸.

¹⁴¹⁷ «Se considera desleal todo comportamiento que teniendo en cuenta sus características y circunstancias, sea susceptible de mermar de manera significativa, mediante acoso, coacción, incluido el uso de la fuerza, o influencia indebida, la libertad de elección o conducta del destinatario en relación al bien o servicio y, por consiguiente, afecte o pueda afectar a su comportamiento económico».

¹⁴¹⁸ Sobre este tema véase MASSAGUER FUENTES, José. «Las prácticas agresivas como acto de competencia desleal». En *Actualidad jurídica* (Uría & Meléndez), núm. 27, setiembre 2010, págs. 17-32. «Del modo en que se ha señalado, el solo empleo del acoso, coacción o influencia indebida en un comportamiento dirigido a promover prestaciones o asegurar su difusión, incluidas las conductas paracontractuales, no constituye por sí un acto de competencia desleal. Es preciso que además «sea susceptible de mermar de manera significativa la libertad de elección o decisión del destinatario» y por ello afecte o pueda afectar el comportamiento del destinatario (art. 8.1 I de la Ley)» Sobre las acciones que cabe interponer contra los actos de competencia desleal, considérense los términos del art. 32 LCD, en concordancia con los arts. 33 y 34 LCD y el art. 6 LGP. Interesante resulta la disertación de PAGADOR LÓPEZ, Javier. Los swaps...ob. cit., págs. 25-32 donde indica que «Sucede que la conducta de algunas de las entidades de crédito que han comercializado swaps bien pudiera subsumirse, dentro del catálogo legal, en las categorías de prácticas comerciales desleales por engañosas o agresivas (arts. 4, 5, 7 y 8 (LA LEY. 109/1991). Si así ocurriera, lo que no es descartable, cabe plantear si tendría consecuencias el pronunciamiento judicial correspondiente en la esfera negocial, es decir, sobre los contratos celebrados como consecuencia de una práctica comercial finalmente declarada desleal. La respuesta ha de ser negativa en el actual estado de nuestro ordenamiento. Es decir, no tiene ninguna consecuencia. Existe una absoluta incomunicación entre el Derecho de la competencia desleal y el Derecho de los contratos.» En cuanto a sus efectos debe considerarse el tenor de los arts. 1101 y ss. del C.c., 1124, 1258, y en lo que a reparación del daño se refiere el art. 1902 C.c. Además, debemos constatar que el legislador protege frente a este tipo de prácticas tanto a consumidores y usuarios en sentido estricto como a quienes actúan empresarial o profesionalmente. Véase VIERA GONZÁLEZ, Arístides Jorge, «La tipificación de los ilícitos concurrenciales en la reforma del Derecho español de

La falta de prueba es la que conduce en la mayoría de los casos a desestimar la existencia de actos de competencia desleal en el swap, pues como bien acierta a inferir la SAP de Barcelona, núm. 161/2013, de 22 de abril *“no creemos que se haya producido acto alguno de engaño por parte del Banco que pueda justificar cumplidos los requisitos del tipo del art. 7 LCD. Al efecto, no basta con la invocación de que el Banco se ha aprovechado de la relación de confianza y les ha vendido un producto inadecuado para sus necesidades financieras, sino que es preciso que se especifiquen con claridad, y que se prueben, cuáles son las indicaciones falsas que la entidad financiera utilizó para inducirles a contratar en contra del que hubiera sido su comportamiento normal en el mercado. El mero hecho de que el Banco denominara a la confirmación como "seguro de tipos de interés", tal como resulta del documento 7 de la demanda, no justifica la existencia de engaño, particularmente si se considera que la lectura de ese documento describe de forma razonablemente clara en qué consiste ese "seguro". Y por lo que respecta a la posible aplicación del art. 5 LCD “Aunque podamos albergar dudas respecto al hecho de que la comercialización de estos productos se haya hecho cumpliendo estrictamente las reglas de corrección y buenos usos en el mercado, no creemos que la simple descalificación de la práctica bancaria, seguida por la mayor parte de las entidades, pueda ser considerada por ello un acto de competencia desleal del art. 5 LCD.”*

Como colofón debemos señalar que el dolo, al distorsionar la voluntad interna del sujeto, produce un error, pero a diferencia del error, el dolo se caracteriza por el designio de perjudicar a la contraparte.

Es por ello que la línea de discriminación entre el error y el dolo en el ámbito de la contratación es muy delgada, siendo el elemento volitivo a efectos probatorios el que se torna más complejo.

Competencia Desleal». En *Revista de Derecho de la Competencia y la Distribución*, núm. 7, 2010, págs. 45 a 70.

Y es precisamente la dificultad probatoria la que motiva jurisprudencialmente la preferente apreciación de error en el SWAP¹⁴¹⁹.

En el dolo, existe un vicio causado mediante una acción u omisión, tendente a causar un error. En el error, el vicio es espontáneo al nacer del propio contratante, cuya creencia errónea de la realidad parte de un conocimiento equivocado de la misma (*iudicium falsum de re*)¹⁴²⁰.

Es por ello que me inclino a opinar que la mayoría de los supuestos examinados, tienen mejor encaje en el ámbito del art. 1269, pues que surja un vicio espontáneo, una creencia errada en una multitud, resulta inaudito, por no decir inverosímil.

¹⁴¹⁹ En este sentido la SAP de Madrid, núm. 451/2013, de 28 de octubre afirma que *“para poder apreciar la existencia de dolo habría que haber acreditado al menos indiciariamente, que la entidad financiera conocía la situación de bajada de tipos de interés y que para ello ocultó maliciosamente dicha circunstancia a la parte, haciéndole creer por el contrario que el escenario probable era completamente diferente y que en tal circunstancia se había visto forzada la voluntad de la parte a celebrar un contrato que de haber conocido la existencia de la verdadera situación de los mercados financieros no habría concertado.”* Así, no suele estimarse la concurrencia del dolo, pues el clausulado de los swaps suele avisar de los riesgos (SSAP de Barcelona, Sección 13.ª, de 21 de febrero de 2012; de Madrid, Sección 10.ª, de 30 de marzo de 2012; de Vizcaya, Sección 5.ª, de 2 de abril de 2012; de Zaragoza, Sección 5.ª, de 3 de abril de 2012; de Santa Cruz de Tenerife, Sección 3.ª, de 10 de abril de 2012.), cumplen con su función de cobertura (SSAP de Barcelona, Sección 15.ª, de 22 de marzo de 2012; de Asturias, Sección 7.ª, de 30 de marzo de 2012; de Huelva, Sección 2.ª, de 7 de mayo de 2012.), no existe obligación legal de suministrar previsiones sobre elementos aleatorios... Así *“de la dicción de estos preceptos (refiriéndose a los arts. 1269 y 1270 C.c.) puede deducirse la dificultad de declarar la nulidad del contrato por vicio en un consentimiento que se ha prestado sobre la base de una información no veraz. Y es que, a veces resulta casi imposible apreciar dolo en estos supuestos y en el hipotético caso de apreciarse, a lo más, sería incidental. Paralelamente, y aún en el caso de apreciarse error en el consumidor, fruto de esa información no veraz, se estima (no sustancial) inexcusable y no generaría nulidad, a juicio de la jurisprudencia”*. GARCÍA GARNICA, María del Carmen; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Rafael. *Nuevas perspectivas del tratamiento jurídico de la discapacidad y la dependencia*. Madrid: Dykinson, 2014, pág. 241. Además señala MARTÍNEZ ESCRIBANO que *“desde el punto de vista de la práctica judicial la prueba del dolo reviste una mayor dificultad que el error, lo que tal vez explique que a nivel jurisprudencial la tendencia mayoritaria sea la de apreciar error en este tipo de supuestos. Acreditar que el banco conocía las previsiones relativas al comportamiento futuro de los tipos de interés y, sobre todo, que tenía la intención de engañar cuando proporcionó la información y celebró el contrato, reviste mayor complejidad que la prueba del error sobre la esencia y características del swap, entendido este error como la creencia de que el swap era un seguro frente a subidas de tipos de interés, ignorando la naturaleza especulativa del producto y su comportamiento en caso de bajada de los tipos.”* MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. *Delimitación...* ob. cit., pág. 303.

¹⁴²⁰ Sobre la distinción de estas figuras véase MORALES MORENO, Antonio. «Artículos 1269 y 1270». ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios...* ob. cit. La diferencia se encuentra tanto en los requisitos como en los efectos, siendo además el fundamento de uno y otro diferentes.

b) Error

En este apartado estudiaremos la compilación de los requisitos del error vicio en el ámbito de swap¹⁴²¹ y los ejemplos más significativos de error del swap de tipos de interés en la jurisprudencia.

Para ello partiremos de la definición de error¹⁴²² como el falso conocimiento de la realidad, capaz de dirigir la voluntad a la emisión de una declaración no efectivamente querida¹⁴²³.

El punto de inflexión, que encarna los hitos más notables sobre la doctrina del error vicio por parte del Alto Tribunal se materializa a través de las SSTS, ambas del Pleno, de 20 de enero de 2014 y de 10 de septiembre de 2014¹⁴²⁴. De este modo, como pone de manifiesto la STS del Pleno de 15 de septiembre de 2015, núm. 491/2015, la

¹⁴²¹ Y la consiguiente anulación del contrato a tenor del art. 1266 C.c., en relación con los arts. 1265 y los arts. 1300 y ss. del C.c.

¹⁴²² Sobre el concepto de error la SAP de Madrid, secc. 11ª, núm. 342/2014, de 15 octubre señala que “Obsérvese que el concepto de error que ofrecen los PECL (a tenor del art. 4:103,) ha sido recogido en la Propuesta de Modernización del Código Civil en materia de Obligaciones y Contratos elaborada por la Sección de Derecho Civil de la Comisión General de Codificación (Boletín de Información del Ministerio de Justicia, Año LXIII enero 2009), y así el art. 1298 CC presenta la siguiente redacción: “1. El contratante que en el momento de celebrar el contrato padezca un error esencial de hecho o de derecho, podrá anularlo si concurre alguna de las circunstancias siguientes: 1.º Que el error hubiera sido provocado por la información suministrada por la otra parte. 2.º Que esta última hubiera conocido o debido conocer el error y fuere contrario a la buena fe mantener en él a la parte que lo padeció. 3.º Que la otra parte hubiera incidido en el mismo error 2. Hay error esencial cuando sea de tal magnitud que una persona razonable y en la misma situación no habría contratado o lo habría hecho en términos sustancialmente diferentes en caso de haber conocido la realidad de las cosas. 3 Los contratos no serán anulables por error cuando sea inexcusable y cuando la parte que lo padeció, de acuerdo con el contrato, debía soportar el riesgo de dicho error...”

¹⁴²³ TS en sentencia de 25 de mayo de 1963. Véase SSTs 683/12, de 21 de noviembre y 626/13, de 29 de octubre. En este sentido JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación práctica...ob. cit.

¹⁴²⁴ Por su parte la más reciente STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016 indica que “Las sentencias del Pleno de esta Sala núm. 840/2013, de 20 de enero de 2014, y 769/2014, de 12 de enero de 2015, así como la sentencia 489/2015, de 16 de septiembre, recogen y resumen la jurisprudencia dictada en torno al error vicio en la contratación de productos financieros y de inversión”.

Sentencia 840/2013, de 20 de enero de 2014, supone un prontuario de la jurisprudencia sobre el error vicio en la contratación del swap del Alto Tribunal, que haciéndose eco de pronunciamientos anteriores sobre la materia (Sentencias 683/2012, de 21 de noviembre, y 626/2013, de 29 de octubre) revela que *«hay error vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta. Es decir, cuando la representación mental que sirve de presupuesto para la realización del contrato es equivocada o errónea»*. Posteriormente la STS del Pleno, núm. 460/2014, 10 de septiembre de 2014 consagra dicha doctrina sobre el error y recoge las obligaciones que deben cumplir las entidades en la comercialización así como las consecuencias inherentes al incumplimiento de las mismas, cuya doctrina consolida las líneas jurisprudenciales ya sentadas en las Sentencias del Supremo de 15 de noviembre de 2012, de 7 y 8 de julio de 2014¹⁴²⁵, de 17 y 18 de abril de 2014 y de 9 de septiembre de 2014. Como indica la STS 562/2015, de 27 de octubre, existe ya un cuerpo considerable de jurisprudencia sobre la apreciación del error vicio del consentimiento en este tipo de contratos (...) ¹⁴²⁶, cuyo listado recogen las SSTS 741/2015, de 17 de diciembre y 742/2015, de 18 de diciembre¹⁴²⁷ conformando con ello una Jurisprudencia reiterada y constante.

¹⁴²⁵ SSTS núm. 384/2014 y 385/2014, ambas de 7 de julio y 387/2014, de 8 de julio.

¹⁴²⁶ Vid. También SSTS 110/2015, de 26 de febrero y 491/2015, de 15 de septiembre.

¹⁴²⁷ Señala en efecto la primera Sentencia que *“hemos de advertir que sobre los contratos de permuta financiera o swap existe ya un reciente y abundante cuerpo de doctrina dictada por esta Sala, representado por las Sentencias de Pleno 840/2013, de 20 de enero de 2014 , y 491/2015, de 15 de septiembre ; así como las Sentencias 384 y 385 de 2014, ambas de 7 de julio ; 387/2014, de 8 de julio ; 458/2014, de 8 de septiembre ; 460/2014, de 10 de septiembre ; 110/2015, de 26 de febrero ; 563/2015, de 15 de octubre ; 547/2015, de 20 de octubre ; 562/2015, de 27 de octubre ; 595/2015, de 30 de octubre ; 588/2015, de 10 de noviembre ; 623/2015, de 24 de noviembre ; 675/2015, de 25 de noviembre ; 631/2015, de 26 de noviembre ; 676/2015, de 30 de noviembre ; 670/2015, de 9 de diciembre ; 691/2015, de 10 de diciembre y 692/2015, de 10 de diciembre. Las cuales, puede afirmarse que conforman una jurisprudencia reiterada y constante, a cuyo contenido nos atenderemos”*. Siguiendo dicha línea jurisprudencial se suman otras tantas Sentencias citadas por la STS 20/2016, de 3 de febrero de 2016, como las SSTS 689/2015, de 16 de diciembre, 741/2015, de 17 de diciembre y 742/2015, de 18 de diciembre.

Es natural la concurrencia de requisitos estrictos para que el error invalide el contrato, dado que el necesario respeto a la palabra dada (*pacta sunt servanda* ex art. 1091 C.c.) y el principio de conservación del negocio (*favor contractus*)¹⁴²⁸, hace que la relación jurídica creada *ex contractu* se mantenga en aras a preservar la seguridad jurídica¹⁴²⁹.

Para que el error (y bajo una concepción subjetiva del mismo) vicie el consentimiento ha de ser sustancial, excusable¹⁴³⁰, imputable, desconocido y de una

¹⁴²⁸ En este sentido la STS de 2213/2015, de 29 de enero afirma que «*en relación a la conservación del contrato debe señalarse que se ha puntualizado su función interpretativa tras el reconocimiento de esta regla no sólo como un criterio de interpretación, sino también como un auténtico principio general del Derecho; [STS (Pleno) de 15 de enero de 2013 (núm. 827/2012)]. Destacándose su alcance general, como canon hermenéutico de la totalidad del contrato, con proyección en el tratamiento de la eficacia contractual que se derive. En los términos de la citada Sentencia de esta Sala: "Siguiendo esta línea, la cuestión se vislumbra de un modo más nítido si nos preguntamos por el alcance sistemático que posibilita el ámbito conceptual de la figura, particularmente del principio de conservación de los contratos o favor contractus. Este principio no solo se ha consolidado como un canon hermenéutico que informa nuestro ordenamiento jurídico, con múltiples manifestaciones al respecto, sino también como un elemento instrumental decisivo en la construcción de un renovado Derecho Contractual Europeo conforme a lo dispuesto en los principales textos de armonización, como la Convención de Viena, los Principios de Derecho Europeo de la Contratación (PECL) y, particularmente, la propuesta de Anteproyecto de Ley de Modernización del Código Civil en materia de Obligaciones y Contratos. De modo que tal y como hemos señalado en las recientes Sentencias de 28 junio y 10 septiembre de 2012, precisamente en el marco del contrato de compraventa, la conservación de los contratos se erige como un auténtico principio informador de nuestro sistema jurídico que comporta, entre otros extremos, el dar una respuesta adecuada a las vicisitudes que presenta la dinámica contractual desde la preferencia y articulación de los mecanismos que anidan en la validez estructural del contrato y su consiguiente eficacia funcional, facilitando el tráfico patrimonial y su seguridad jurídica"*».

¹⁴²⁹ «Lo normal es estar a lo pactado, con todas sus consecuencias favorables o desfavorables y no utilizar la figura del error para lograr una desvinculación del contrato». DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I, pág. 109. Como señala la STS de 29 de enero de 2015 «[e]n relación a la conservación del contrato debe señalarse que se ha puntualizado su función interpretativa tras el reconocimiento de esta regla no sólo como un criterio de interpretación, sino también como un auténtico principio general del Derecho [STS (Pleno) de 15 de enero de 2013 (núm. 827/2012)]».

¹⁴³⁰ Como pone de relieve la STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016 «El error (...) ha de ser (...) excusable, esto es, no imputable a quien lo sufre. El Código Civil no menciona expresamente este requisito, pero se deduce de los principios de autorresponsabilidad y buena fe». Por su parte indica la STS de 6 de noviembre de 1996 que «para que sea invalidante el error padecido en la formación del contrato, además de ser esencial, ha de ser excusable, requisito que el CC no menciona expresamente y que se deduce de los principios de autorresponsabilidad y de buena fe, este último consagrado en el art. 7 CC. Es inexcusable el error (Cfr. TS S 4 Ene. 1982) cuando pudo ser evitado empleando una diligencia media o regular; y de acuerdo con los postulados del principio de la buena fe, la diligencia ha de

importancia tal que con una actuación regular, no haya podido ser evitado por la persona que lo padece¹⁴³¹.

Los principales supuestos y contextos de error que examinaremos a continuación, se reducen a:

- a) Los casos de falta o insuficiencia de información sobre las condiciones contractuales, y en especial con respecto a los riesgos que encierra el swap de tipos de interés y los costes de la eventual cancelación anticipada del mismo¹⁴³²,

apreciarse valorando las circunstancias de toda índole que concurran en el caso, incluso las personales, y no sólo las de quien ha padecido el error, sino también las del otro contratante, pues la función básica del requisito de la excusabilidad es impedir que el ordenamiento proteja a quien ha padecido el error cuando éste no merece esa protección por su conducta negligente, trasladando entonces la protección a la otra parte contratante, que la merece por la confianza infundida por la declaración». «Vicios del consentimiento en los contratos». En Actualidad Civil, n.º 4, 2004, pág. 423.

¹⁴³¹ Así SAP, Secc. 3ª de Tarragona, de 5 de abril de 2005. Así la SAP de Salamanca de 11 de noviembre de 1997 resume los requisitos que se exigen para que el error en el consentimiento invalide el contrato, conforme a lo dispuesto en el art. 1265, señalando que *«es indispensable que recaiga sobre la sustancia de la cosa que constituya su objeto o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubieren dado lugar a su celebración -- art. 1266.1 CC-- , que derive de hechos desconocidos por el obligado voluntariamente a contratar, que no sea imputable a quien lo padece y que exista un nexo causal entre el mismo y la finalidad que se pretendía en el negocio jurídico concertado. En definitiva, para que el error en el objeto, al que se refiere el art. 1266.1 CC, pueda ser determinante de la invalidación del respectivo contrato -- en el aspecto de su anulabilidad o nulidad relativa-- ha de reunir estos dos requisitos fundamentales: a) que sea esencial, es decir, que recaiga sobre la propia sustancia de la cosa, o que ésta no tenga alguna de las condiciones que se le atribuyen, y aquella de la que carece sea, precisamente, la que, de manera primordial y básica, atendida la finalidad del contrato, motivó la celebración del mismo, y b) que, aparte de no ser imputable al que lo padece, el referido error no haya podido ser evitado mediante el empleo, por el que lo padeció, de una diligencia media o regular, teniendo en cuenta la condición de las personas, no sólo del que lo invoca, sino de la otra parte contratante, cuando el error pueda ser debido a la confianza provocada por las afirmaciones o por la conducta de ésta; es decir, que el error sea excusable, entendida esa excusabilidad en el sentido ya dicho de inevitabilidad del mismo por parte del que lo padeció».*

¹⁴³² *«En el terreno en el que nos estamos adentrando, es crucial distinguir entre el riesgo económico o financiero, que debe sufrir el cliente que ha prestado un consentimiento no viciado para el perfeccionamiento de la operación, y el incumplimiento por parte de la entidad de las obligaciones informativas que le competen. A ello se llega a través de un delicado equilibrio de intereses que no siempre está bien resuelto por el Ordenamiento, porque en la práctica resulta ciertamente difícil trazar la línea entre un cliente al que se le ha escamoteado información y un simple especulador desafortunado».* PULIDO BEGUINES, Juan Luis. El deber...ob. cit., pág. 17.

- b) Los casos en que los clientes alegan que el swap de tipos de interés les ha sido ofertado como un “seguro” que les cubría ante la subida de los tipos de interés. La materialización de liquidaciones negativas, en un escenario de bajadas de tipos de interés sin parangón, pone de manifiesto la verdadera naturaleza del instrumento contratado.
- c) Entorno de comercialización del swap de tipos de interés. En muchos supuestos la negociación y/o suscripción del contrato se efectúa en un lugar distinto a la correspondiente sucursal bancaria, lo que desvela una política de comercialización claramente agresiva por parte de las entidades. Dicho aspecto se tiene en consideración a la hora de valorar la concurrencia de un error excusable¹⁴³³. De igual modo se pondera si la bajada de tipos de interés, era una situación de la que las entidades de crédito tenían conocimiento o por lo menos previsión, en su condición de profesionales de los mercados financieros, en contraste con el desconocimiento por parte de los clientes minoristas¹⁴³⁴.
- d) Asimetría entre las partes contratantes. Dicho aspecto es altamente significativo en aras a valorar la excusabilidad del error del cliente. Son muchas las sentencias que constatan que las entidades de crédito estaban versadas en los pronósticos sobre la evolución de los tipos de interés, sin hacer partícipes de los mismos a los clientes¹⁴³⁵. De igual modo, se valora la

¹⁴³³ Vid. SSAP Barcelona (secc. 11ª) de 16 de diciembre de 2010 (FD 2); Murcia (secc. 1ª) de 21 de noviembre de 2011 (FD 3); Pontevedra (secc. 1ª) de 7 de abril de 2010 (FD 7); Valencia (secc. 9ª) de 6 de octubre de 2010 (FD3). Vid. MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 138.

¹⁴³⁴ Vid. SSAP Asturias-Gijón (secc. 7ª) de 29 de octubre de 2010 (FD 4), y de 18 de febrero de 2011 (FD 4); Barcelona (secc. 19ª) de 9 de mayo de 2011 (FD 4); Las Palmas (secc. 5ª) de 16 de septiembre de 2011 (FD 5); Murcia (secc. 5ª) de 14 de diciembre de 2011 (FD 3); Santa Cruz de Tenerife (secc. 3ª) de 2 de mayo de 2011 (FD 2). MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización...* ob. cit., pág. 139. Vid. SJPI nº 36 de Barcelona Nº 79/2012 de 30 de marzo y su estudio por GÁLVEZ PASCUAL, Josep. «La protección...» ob. cit., págs. 21 y 22.

¹⁴³⁵ Vid. SSAP Asturias-Gijón (secc. 7ª) de 29 de octubre de 2010 (FD 4) y de 10 de diciembre de 2010 (FD 4); Asturias-Oviedo (secc. 4ª) de 30 de enero de 2012 (FD 3) y (5ª) de 27 de enero de 2010 (FD 7); Córdoba (secc. 1ª) de 5 de septiembre de 2011 (FD 2); Pontevedra (secc. 1ª) de 7 de abril de 2010 (FD

disparidad de riesgos asumidos por las partes contratantes, y en su caso la concurrencia de límites en la cobertura contratada. Esta idea se traduce en que si los tipos de interés suben, el cliente gana liquidaciones positivas a su favor austeras, en contraste con las que deben satisfacer si los tipos bajan¹⁴³⁶. Incluso, se valora si dicho desequilibrio se ve enfatizado a través de la contratación por parte de las entidades de crédito de una cobertura con un tercero, protegiendo su posición¹⁴³⁷.

- e) La concurrencia de una relación de asesoramiento, resulta relevante a efectos de dilucidar si el error fue o no excusable, producto del incumplimiento en su caso de la obtención preceptiva de información del cliente. El incumplimiento, puede derivar de la no realización del test de idoneidad, o de no haber tomado en cuenta las respuestas del cliente a la hora de exponer la respectiva recomendación¹⁴³⁸.
- f) Pormenores del cliente. Es pues relevante para juzgar el error, determinar si el cliente cuenta o no con el asesoramiento de un profesional, si bien la mera presencia del mismo no es bastante para desestimar la excusabilidad del

7); Santa Cruz de Tenerife (secc. 3ª) de 2 de mayo de 2011 (FD 2); Zaragoza (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD10)...

¹⁴³⁶ Vid. SSAP Asturias-Gijón (secc. 7ª) de 16 de diciembre de 2010 (FD 4); Asturias-Oviedo (secc. 4ª) de 12 de noviembre de 2010 (FD 3) y (5ª) de 23 de julio de 2010 (FD 3); Badajoz (secc. 2ª) de 17 de mayo de 2011 (FD 3, 5 y 9); Barcelona (secc. 19ª) de 9 de mayo de 2011 (FD 4); Girona (secc. 1ª) de 1 de septiembre de 2011 (FD 6); Las Palmas (secc. 5ª) de 16 de septiembre de 2011 (FD 5)...

¹⁴³⁷ Vid. SAP Zaragoza (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 5). Dicha sentencia pone de manifiesto que la posición de las entidades no es neutral en la contratación del swap de tipos de interés, pues el art. 47 del entonces vigente Real Decreto 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras (actualmente rige el Real Decreto 84/2015, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito) exige a las mismas valerse de mecanismos de reducción de sus riesgos, *“de ahí la delicadeza de los límites y rigor en el cumplimiento de una completa información al cliente.”*

¹⁴³⁸ Vid. SSAP Asturias-Oviedo (secc. 5ª) de 23 de julio de 2010 (FD 3); Islas Baleares-Palma de Mallorca (secc. 5ª) de 20 de junio de 2011 (FD 5); Lugo (secc. 1ª) de 2 de mayo de 2011 (FD 2), y de 13 de julio de 2011 (FD 1); Navarra (secc. 1ª) de 11 de julio de 2011 (FD 4), Tarragona (secc. 1ª) de 1 de septiembre de 2011 (FD 5)...

error¹⁴³⁹. De igual modo la condición o no de minorista del cliente y su conocimiento y experiencia, son datos que deben sopesarse para apreciar la excusabilidad del error.

Inciendiando en los requisitos indicados se torna pues imprescindible, para que el error invalide el consentimiento (art. 1266 C.c.) que éste recaiga sobre la sustancia de la cosa que constituye el objeto del contrato o sobre aquellas condiciones de la misma que principalmente hubieren dado motivo a celebrarlo (*error in substantia*), esto, es, sobre el objeto o materia propia del contrato (art. 1261.2 C.c).

El error ha de ser pues esencial, debiendo proyectarse sobre aquellas presuposiciones que hubieran sido la causa principal del contrato, esto es sobre la causa concreta o los motivos incorporados a la causa¹⁴⁴⁰ exigiéndose que la representación equivocada se presente como razonablemente cierta¹⁴⁴¹. Destaca el Tribunal Supremo en su Sentencia de 17 de octubre de 1989 que *“el error que vicia el consentimiento sólo es aquél que se refiere a las cualidades y condiciones esenciales de la cosa, no pudiendo nunca constituir este vicio el mero error del cálculo, o de las*

¹⁴³⁹ SSAP Asturias-Oviedo (secc. 5ª) de 16 de febrero de 2011 (FD 2); Badajoz (secc. 2ª) de 17 de mayo de 2011 (FD 8); León (secc. 1ª) de 5 de diciembre de 2011 (FD 2); Valencia (secc. 9ª) de 29 de marzo de 2011 (FD 3). En contra de la excusabilidad del error por la presencia de asesor: SSAP Barcelona (secc. 15ª) de 26 de enero de 2012 (FD 6); Pontevedra (secc. 3ª) de 26 de mayo de 2011 (FD 5).

¹⁴⁴⁰ Si dichos motivos o móviles no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento. STS de 20 de enero de 2014. Igualmente, la STS de 21 de noviembre de 2012 indica que *«es cierto que se contrata por razón de determinadas percepciones o representaciones que cada contratante se hace sobre las circunstancias — pasadas, concurrentes o esperadas— y que es en consideración a ellas que el contrato se le presenta como merecedor de ser celebrado. Sin embargo, si dichos motivos o móviles no pasaron, en la génesis del contrato, de meramente individuales, en el sentido de propios de uno solo de los contratantes, o, dicho con otras palabras, no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento. Se entiende que quien contrata soporta un riesgo de que sean acertadas o no, al consentir, sus representaciones sobre las circunstancias en consideración a las cuales hacerlo le había parecido adecuado a sus intereses»*.

¹⁴⁴¹ *«... [e]s necesario que la representación equivocada merezca esa consideración, lo que exige que la equivocación se muestre, para quien afirma haber errado, como suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias»*. STS de 29 de enero de 2015.

previsiones o combinaciones negociales (Sentencias de 25 de mayo de 1963 y 27 de mayo de 1982)”. Ello se debe a que la causa del contrato no es homologable con el buen fin del contrato¹⁴⁴².

Tal es el caso de contratos celebrados ignorándose la clase de inversión contratada, como consecuencia por ejemplo de la falta de información relacionada con el producto comercializado, y/o la escasa formación del personal encargado de dicha comercialización¹⁴⁴³.

Partiendo de estas premisas las expectativas que puedan tener los contratantes respecto al posible beneficio que acarrea la contratación del SWAP quedan en el ámbito interno y no trascienden, si no se objetivan y se elevan a la categoría de causa del contrato, pues el objeto del swap será un resultado aleatorio donde el beneficio o pérdida queda integrado en el mismo contrato¹⁴⁴⁴.

Como señala la STS de 20 de enero de 2014 *«es cierto que se contrata por razón de determinadas percepciones o representaciones que cada contratante se hace sobre las circunstancias pasadas, concurrentes o esperadas —y que es en*

¹⁴⁴² Se tilda de esencial el error que *«afecta a la obligación principal del contrato (el pago en función de la relación entre los tipos de interés y la referencia), al cálculo de su importe, y a la característica de alto riesgo del mismo»*. S. del Juzgado de lo Mercantil núm. 2 de Bilbao, de 15 de marzo de 2010.

¹⁴⁴³ Sin embargo, nos hallaremos ante un error obstativo, en el supuesto de falta de coincidencia entre voluntad y declaración en el negocio jurídico, siendo tal desacuerdo inconsciente, y como tal excluyente de una voluntad interna real, haciendo que el negocio jurídico sea inexistente. La invalidez en tal caso, puede ser instada por cualquiera de las partes, y no está sujeta a plazo de caducidad.

¹⁴⁴⁴ Véase STS de 21 de noviembre de 2012. En este sentido JUAN GÓMEZ indica que *“tampoco debemos caer en la confusión de equiparar el consentimiento con la expectativa, porque ello podría ser tanto como condenar a todo contrato sinalagmático a una nulidad potencial. Decimos esto por cuanto lo relevante es que se conozca la esencia de lo contratado: una permuta financiera, no que se consiga mediante la contratación de la misma el objetivo perseguido (la obtención de un beneficio económico). Recordemos que las permutas financieras implican un intercambio de obligaciones de tal naturaleza que el compromiso de uno constituye o puede constituir, en cierto modo, la expectativa de cobro de la otra parte, por lo que siempre que la operación beneficia a una parte, perjudica a su vez a la otra, sin que ello pueda constituir causa de nulidad del contrato, ya que responde a una peculiaridad intrínseca de la obligación”*. JUAN GÓMEZ, Mateo. Aproximación...ob. cit.

consideración a ellas que el contrato se le presenta como merecedor de ser celebrado—. Sin embargo, si dichos motivos o móviles no pasaron, en la génesis del contrato, de meramente individuales, en el sentido de propios de uno solo de los contratantes, o, dicho con otras palabras, no se objetivaron y elevaron a la categoría de causa concreta de aquel, el error sobre ellos resulta irrelevante como vicio del consentimiento».

Este aspecto ha presentado serias dudas, siendo polémica si puede incardinarse en el ámbito de lo esencial, la alegación del error por desconocimiento de los riesgos contraídos o el desconocimiento de los costes excesivos del uso de la cláusula de cancelación del swap. Dichos errores suelen ser referidos por clientes que contratan swaps con entidades financieras, sobre las que pesan, tal como estudiamos en el capítulo 4, un conjunto de deberes de cuyo incumplimiento derivan una serie de efectos que debemos analizar.

Ilustrativa resulta la STS de 20 de enero de 2014 al afirmar que *“aunque una infracción de los deberes de información no siempre se traduce en un error vicio del consentimiento (pues puede ocurrir que el cliente ya conociera el contenido de esa información), la previsión legal del deber de información sí permite apreciar la existencia de una representación equivocada del cliente minorista en la contratación de estos productos financieros cuando, como ocurrió en el caso enjuiciado, no se comunicaron los riesgos ligados al producto financiero swap con carácter previo, y es un hecho probado que solo los conoció al recibir la primera liquidación.”* Si unimos lo expuesto a la exigencia del 210.1 TRLMV que impone a las entidades financieras que comercializan productos financieros complejos, como al efecto lo es el swap, de proporcionar al cliente minorista información comprensible y adecuada de tales instrumentos, y que de forma necesaria ha de incluir *“orientaciones y advertencias sobre los riesgos asociados a tales instrumentos”*, concluimos que esta información es

vital para que el cliente minorista pueda suministrar su consentimiento válidamente¹⁴⁴⁵. De este modo podemos invocar la STS 547/2015, de 20 de octubre que afirma que *“El error que, conforme a lo expuesto, debe recaer sobre el objeto del contrato, en este caso afecta a los concretos riesgos asociados con la contratación del Swap, en concreto, el coste real que podría suponer la bajada de los tipos de interés”* y apostilla que los *“deberes legales de información «responden a un principio general: todo cliente debe ser informado por el banco, antes de la perfección del contrato, de los riesgos que comporta la operación especulativa de que se trate. Este principio general es una consecuencia del deber general de actuar conforme a las exigencias de la buena fe, que se contiene en el art. 7 CC y en el derecho de contratos de nuestro entorno económico y cultural, reflejo de lo cual es la expresión que adopta en los Principios de Derecho Europeo de Contratos (The Principles of European Contract Law -PECL- cuyo art. 1:201 bajo la rúbrica "Good faith and Fair dealing" ("Buena fe contractual"), dispone como deber general: "Each party must act in accordance with good faith and fair dealing" ("Cada parte tiene la obligación de actuar conforme a las exigencias de la buena fe"). Este genérico deber de negociar de buena fe conlleva el más concreto de proporcionar a la otra parte información acerca de los aspectos fundamentales del negocio, entre los que se encuentran (...) los concretos riesgos que comporta el producto financiero que se pretende contratar» (Sentencias 840/2013, de 20 de enero de 2014, y 458/2014, de 8 de septiembre)”*.

¹⁴⁴⁵ Como indica la S. del Juzgado de 1.ª Instancia n.º 1 de Valencia, de 1 de julio de 2014 *“la ausencia de firma de los demandantes equivale a la ausencia de test y dicha ausencia cuando el mismo era ya obligatorio para la demandada, impide formar a la entidad de crédito una adecuada y cabal representación de los riesgos que para el cliente le supone la operación que le propone y que ello, en si mismo considerado, debería comportar para la entidad el deber de abstenerse de proponer operaciones complejas a los mismos, en lugar de suscribirlas como se verificó de forma inmediata, al margen del sentido común y legal y, únicamente entendible en la necesidad de capitalización patrimonial de las entidades de crédito que han comercializado estos productos y, nunca en el deber de lealtad contractual y buena fe que debe presidir toda relación inter partes y, más en el caso de autos, en el que se manejan productos financieros complejos entre ahorradores, clientes minoristas, sin formación y conocimiento para entender su significado”*.

Siguiendo dicha línea argumental la STS de 10 de septiembre de 2014 señala que *“la normativa del mercado de valores, incluso la vigente antes de la transposición de la Directiva MiFID, da una destacada importancia al correcto conocimiento por el cliente de los riesgos que asume al contratar productos y servicios de inversión, y obliga a las empresas que operan en ese mercado a observar unos estándares muy altos en la información que sobre esos extremos han de dar a los clientes, potenciales o efectivos. Estas previsiones normativas son indicativas de que los detalles relativos a qué riesgo se asume, de qué circunstancias depende y a qué operadores económicos se asocia tal riesgo, no son meras cuestiones de cálculo, accesorias, sino que tienen el carácter de esenciales, pues se proyectan sobre las presuposiciones respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato, en concreto sobre la responsabilidad y solvencia de aquellos con quienes se contrata (o las garantías existentes frente a su insolvencia), que se integran en la causa principal de su celebración, pues afectan a los riesgos aparejados a la inversión que se realiza”*.

Se afirma por tanto que lejos de tratarse de cuestiones relacionadas con los móviles subjetivos de los inversores (la obtención de beneficios si se producen determinadas circunstancias en el mercado), irrelevantes, como tales, para la apreciación del error vicio, los detalles sobre los riesgos aparejados a la inversión, muestran una relación directa con la función económico-social de los negocios jurídicos que se encuadran en el ámbito de la regulación del mercado de valores.

Resulta menester esclarecer que el desconocimiento de los riesgos concretos asociados al swap, y de los concretos riesgos incorporados al mismo, define a nuestro juicio que la representación mental que el cliente tiene de lo contratado sea equivocada, y ese error, debe ser calificado de esencial en función de las circunstancias que le rodeen, pues afecta a los presupuestos que fueron la causa principal de la contratación del swap.

Sobre la segunda cuestión (desconocimiento en torno a los costes de cancelación) se ha pronunciado el TS en Sentencia de 25 de septiembre de 2015 al señalar que *“cuando un contrato de las características del Swap, que se concierta por un tiempo determinado y tiene ese componente aleatorio, prevé la posible resolución anticipada a instancia de una de las partes, es lógico que para el cliente el coste de la eventual cancelación pueda formar parte de las condiciones o circunstancias que inciden sustancialmente en la causa del negocio. La información que el cliente necesita conocer para representarse de forma adecuada las características del producto (el Swap de intereses que concertaba en cada caso) y sus concretos riesgos, no tiene por qué quedar limitada a la eventual onerosidad de las liquidaciones negativas, sino que también podría alcanzar al coste que le podría suponer al cliente, por ejemplo en un periodo de bajada de intereses, la cancelación del Swap, cuando dicho coste sea muy elevado e imprevisible para el cliente”*.

Además si de las circunstancias del contrato así se infiere el coste de cancelación puede ostentar la categoría de esencial y conducir al error vicio en su contratación¹⁴⁴⁶. En este sentido señala la sentencia citada que: *“En este caso, y referido únicamente al cuarto contrato de Swap, podemos concluir que existió error vicio en su contratación. A la vista de los previos contratos y de la parquedad al respecto del contrato de Swap, el desconocimiento de que la cancelación anticipada del Swap podía reportarle un coste como el que le liquidó el banco, muestra que el*

¹⁴⁴⁶ Señala en efecto que *“Es cierto que lo anterior no justificaría que, como advertimos en la anterior Sentencia 41/2014, de 17 de febrero, con carácter general bastara invocar la dificultad de conocer el coste de la liquidación del contrato para justificar la nulidad del contrato de Swap por error vicio. El error vicio «ha de proyectarse sobre aquellas presuposiciones -respecto de la sustancia, cualidades o condiciones del objeto o materia del contrato- que hubieran sido la causa principal de la celebración del contrato». En aquel caso concluimos que, «a la vista de la escasez de circunstancias concretas contempladas en la sentencia recurrida, no cabe que un defecto de oportuna información sobre el coste de la cancelación anticipada de la operación financiera fuese la causa de un error esencial, en el sentido expuesto, y, por ello, con entidad para provocar la anulación de todo el contrato». Sin embargo, en el presente caso, las circunstancias acreditadas en la instancia, de las cuales hemos dejado constancia en el primer fundamento jurídico, ponen en evidencia el carácter esencial del defecto de representación sobre el coste de cancelación, por la cuantía del coste y su razonable imprevisibilidad para el cliente.”*

cliente no pudo representarse que pudiera llegar a ser tan onerosa la cancelación. Esta circunstancia que afecta a un elemento esencial del negocio, los riesgos de la cancelación anticipada, incide en la relevancia del error, que además es excusable, porque no informaba de ello el contrato, ni tampoco consta que lo hiciera el banco antes de la contratación, y a tenor de cómo se habían desarrollado las cancelaciones de los anteriores, está justificado que no pudiera imaginarse un coste tan oneroso. (...) No podemos negar que el conocimiento de este eventual coste de cancelación fuera relevante a la hora de concertar el Swap. Formaba parte de los riesgos de la contratación del producto, máxime cuando las dos primeras cancelaciones no habían generado ningún coste, y el coste de la tercera cancelación (56.116,41 euros) era una suma proporcionada con las liquidaciones que había arrojado para una y otra parte ese tercer Swap (134.200 euros a favor del banco y 145.446 euros a favor del cliente). Es comprensible que al cliente le sorprendiera el importe de esta penalización, que difícilmente podía haberse representado de antemano, cuando firmó el contrato, y que al hacer muy gravoso el desistimiento podría haber tenido una incidencia relevante a la hora de prestar consentimiento al contrato”

Para que el error sea invalidante debe versar sobre qué se está contratando (por ejemplo creer que se firma un seguro en vez de un swap) o qué motiva a la parte a contratar (por ejemplo, creer que el swap no conlleva liquidaciones negativas en el caso de bajadas de tipos de interés), pues se exige por el TS la existencia de un nexo de causalidad entre el objeto del error y la finalidad que se ambiciona con el negocio jurídico convenido¹⁴⁴⁷.

Señala así el Supremo en Sentencia de 7 de julio de 2014 que “*presentar un swap como un seguro contra el riesgo de la subida de los tipos de interés induce por sí*

¹⁴⁴⁷ Así hay error o vicio cuando la voluntad del contratante se forma a partir de una creencia inexacta (SSTS de 29 de marzo de 1994; de 21 de mayo de 1997; de 12 de noviembre de 2010, entre otras muchas. Véase AGÜERO ORTIZ, Alicia. El consumidor...ob. cit., pág. 495.

mismo al error de quien recibe tal asesoramiento¹⁴⁴⁸, porque en el contrato de seguro, ciertamente aleatorio, la pérdida para el tomador del seguro consistiría en seguir pagando la prima aunque los tipos de interés no subieran, mientras que en el swap la pérdida consiste en el pago de muy considerables cantidades de dinero si los tipos de interés bajan, lo que lo aleja de la estructura del contrato de seguro para aproximarle a otro contrato también aleatorio pero muy diferente como es el de apuesta.”

Y es que siendo inherente a la preservación del contrato la existencia de una declaración de voluntad pertinente al consentimiento de los contratantes (art. 1261.1 C.c.), se hace necesario vislumbrar si de existir el error, dicha voluntad se hubiera manifestado.

Este requisito se tercia difícilmente apreciable, porque cada una de las partes puede concebir de manera distinta lo que conforme a su voluntad es esencial o no¹⁴⁴⁹.

Las circunstancias erróneamente representadas pueden ser pasadas, presentes o futuras, pero han de haber sido tomadas en consideración, en el momento de la perfección o génesis del contrato.

Lo esencial es que los nuevos acontecimientos producidos con la ejecución del contrato se manifiesten como discordantes con la regla contractual. En otro caso, se

¹⁴⁴⁸ En contra se manifestó en su momento p.ej. la SAP de Barcelona, de 5 de julio de 2012 donde la Audiencia rechaza las alegaciones de la parte actora de estar en la creencia que había contratado un seguro, puesto que *“todo contrato de seguro lleva consigo el pago de una contraprestación denominada prima a cargo del tomador-asegurado... y ya se ha visto que las liquidaciones de los swaps en los dos primeros años le fueron favorables”*. En este sentido SSAP de Asturias, Sección 7.ª, de 3 de noviembre de 2011, de Zaragoza, Sección 5.ª, de 16 de abril de 2012, de Pontevedra, Sección 6.ª, de 11 de junio de 2012 y de Madrid, Sección 8ª, de 5 de marzo. En la doctrina véase GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis. *Tratado de Derecho Mercantil*, Tomo XXXIX, V. 5.º. Madrid: Marcial Pons, 2009, págs. 776 y ss.; JUAN GÓMEZ, Mateo. *Aproximación...*ob. cit., pág. 6. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. *Los principales...*ob. cit., págs. 1494-1495.

¹⁴⁴⁹ Así, la STS de 4 de enero de 1982 señala que *“si acomodándose al sentido inequívoco del precepto (en referencia al art. 1266 C.c.) la jurisprudencia adopta una concepción subjetiva en trance de valorar la esencialidad, no por ello deberán desecharse los criterios objetivos, puesto que generalmente la común opinión del tráfico económico-jurídico sobre lo que es relevante y primordial en el bien objeto del contrato, coincidirá con lo deseado por las partes al emitir su declaración.”*

considerarán meros eventos ulteriores a la generación del contrato, y justificables por el riesgo que atañe a todo lo humano.

La representación errónea, se ha de mostrar razonablemente cierta. Es por ello que difícilmente cabe su admisión cuando el contrato se proyecta sobre el futuro con un marcado componente de aleatoriedad¹⁴⁵⁰. Y es que la consecuente incertidumbre acarrea la asunción de un riesgo de pérdida por los contratantes consecutivo a la expectativa de ganancia¹⁴⁵¹. Es más *“la existencia de un error o de una ausencia de información sobre un elemento aleatorio, nunca puede comportar la nulidad del contrato. La aleatoriedad, en esencia, ya implica el desconocimiento de la evolución futura del elemento dotado de tal cualidad”*¹⁴⁵². Pero sí interesa matizar que en los contratos aleatorios *«la representación mental que excluye el error del contratante ha de abarcar tanto el carácter aleatorio del negocio como a la entidad de los riesgos asumidos»*¹⁴⁵³.

Y podemos apostillar que *“el error sobre la evolución futura de los elementos subyacentes del derivado (“no se imaginaba que los tipos de interés iban a sufrir semejante bajada”) pertenece al alea del contrato, a los motivos que no se incorporan a*

¹⁴⁵⁰ Vid. STS 20 de enero de 2104.

¹⁴⁵¹ Ello se debe a que la creencia desdicha en torno a la evolución del *aleas*, no puede concebirse como error-vicio, aunque según los casos una creencia debida a un dolo omisivo de la otra parte, que indujo a una información defectuosa, tal vez se podría definir como vicio del consentimiento, en el caso de que se acredite debidamente.

¹⁴⁵² DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., 29 p. Estos autores manifiestan que ninguna entidad bancaria puede conocer la evolución futura del Euribor (o de los tipos de interés), puesto que estos escapan de múltiples factores que escapan completamente a su control. Por lo que a la carencia de información relativa a los elementos aleatorios del contrato véase MORALES MORENO, Antonio Manuel. *El error en los contratos*. Madrid: Ceura, 1988, p. 264.

¹⁴⁵³ STJM de Madrid de 28 de enero de 2015.

*la causa. Sobre este extremo ni siquiera actúa la presunción de error derivada del incumplimiento del protocolo MiFID*¹⁴⁵⁴”.

Es por ello que se debe descartar el error con respecto al comportamiento futuro de los tipos de interés, al creer el cliente por ejemplo que existía una previsión de subida o de bajada, pues dicha representación errada se mueve en el ámbito del aleas¹⁴⁵⁵, donde por ende no cabe la certeza exigida con respecto al elemento falso.

Por último, el error ha de ser excusable¹⁴⁵⁶. En este sentido, la jurisprudencia niega protección a quien, con el empleo de la diligencia propia de un buen padre de familia, habría conocido, lo que al contratar ignoraba.

El carácter excusable se conecta con la idea de culpa¹⁴⁵⁷, y debe ser examinado desde dos ópticas distintas que incluya tanto las negociaciones previas a la firma del contrato como la perfección del mismo¹⁴⁵⁸.

¹⁴⁵⁴ CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. Doce...ob. cit., págs. 68 y ss. Indica el autor que “se trae por su relevancia la reciente sentencia del Tribunal Supremo 21/11/2012 (RJ 2012, 11052) examinado una acción por error en similar clase de negocio jurídico (que casa la SAP Asturias, secc. 5ª, de 21/1/2010 (AC 2010, 6) invocada y transcrita parcialmente por la parte demandante) que dice: «En primer término, para que quepa hablar de error vicio es necesario que la representación equivocada merezca esa consideración. Lo que exige que se muestre, para quien afirma haber errado, como suficientemente segura y no como una mera posibilidad dependiente de la concurrencia de inciertas circunstancias» y seguidamente, añade «Se entiende que quien contrata soporta un riesgo de que sean acertadas o no, al consentir, sus representaciones sobre las circunstancias en consideración a las cuales hacerlo le había parecido adecuado a sus intereses». Véase la SAP Valencia, Secc. 9ª, 24 abril 2013 que desestima la demanda de nulidad de un swap, acogiendo la doctrina del TS: “En segundo lugar que el error de consentimiento en contratos como el analizado donde juega un componente aleatorio y de incertidumbre, debe revelarse en su prestación, no en cómo se desarrolla o ejecuta el contrato en atención a tal alea y sí tal devengo satisface o no los motivos que llevaron a su contratación según las variaciones de un factor variable en el mismo, cual es el tipo de interés (Euribor).

¹⁴⁵⁵ “En un contrato aleatorio, la confianza de que el aleas evolucione en un concreto sentido y después ocurra lo contrario no puede entenderse como error que haya viciado el consentimiento. Sin embargo, una confianza motivada por un dolo omisivo de la otra parte, que proporcionó una información defectuosa, tal vez sí podría llegar a entenderse como vicio del consentimiento si quedara debidamente acreditado”. MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. Delimitación...ob. cit., pág. 308.

¹⁴⁵⁶ Si bien nuestro C.c. no exige este requisito, la Jurisprudencia lo ha venido reconociendo de forma reiterada, derivándolo de los principios de autorresponsabilidad y buena fe. En este sentido. LACRUZ BERDEJO, José Luis. *Elementos*...ob. cit., p. 371. Vid. también sentencias del TS de 4 de enero de 1982, de 28 de septiembre de 1996, de 17 de julio de 2000 t de 13 de mayo de 2009, entre otras.

Será por tanto circunstancias a valorar el que se hubieran concertado reuniones explicativas del instrumento financiero, se hubieran facilitado folletos informativos o documentos similares, si dichas reuniones se hubieran concertado con un asesor o contable del cliente bancario y sobre todo, si entre dichas reuniones y la forma del contrato ha existido un lapso temporal notable¹⁴⁵⁹.

Se hace igualmente menester valorar las circunstancias personales tanto de quien padeció el error, como de quien lo infligió, pues tal como indica la STS de 21 de enero de 2015, parafraseando los términos de la STS 840/2013, de 20 de enero de 2014 que recoge y resume la jurisprudencia dictada en torno al error *vicio* “es exigible una mayor diligencia cuando se trata de un profesional o de un experto, y, por el contrario, es menor cuando se trata de persona inexperta que entra en negociaciones con un experto, siendo preciso para apreciar la diligencia exigible valorar si la otra parte coadyuvó con su conducta, aunque no haya incurrido en dolo o culpa.” De igual modo la STS 4238/2015, de 13 de octubre proclama que “respecto de la excusabilidad del

¹⁴⁵⁷ Así la SAP de Salamanca n.º 664/2014, de 11 de noviembre argumenta que “sólo al actor le es imputable el posible error de consentimiento al contratar por no haber accedido a la debida información por sus asesores externos no habiendo tenido la diligencia adecuada a un buen comerciante para la contratación de productos de riesgo. Pues no es la misma diligencia al contratar aplicable a un particular minorista que a un empresario acostumbrado a relacionarse con bancos y banqueros y por ello en el presente caso no se estima que tras seis contratos swap se pueda afirmar que era un ignorante y que no recibió la adecuada información acerca del riesgo de los contratos suscritos.”

¹⁴⁵⁸ El error en el consentimiento, para que pueda provocar la nulidad del contrato de permuta financiera, debe ser analizado por los tribunales desde dos perspectivas: por un lado, las negociaciones previas a la firma del documento contractual y, por otro, la propia perfección del contrato. No obstante, para poder fallar acerca de la existencia del error, es necesario traer a colación muchísimos más elementos y circunstancias del contrato, como son la existencia de reuniones explicativas previas a la firma, presencia de asesores técnicos con el cliente, tiempo mediado entre el ofrecimiento del producto y la firma, documentos o folletos facilitados al cliente; es decir, que hay que analizar cada caso concreto, y como señala GARCÍA ANGULO (GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad...*ob. cit., p. 137) “no es que estemos hablando de contratos nulos per se, sino que habrá que acreditar en cada caso concreto las circunstancias que concurren para que sea declarado nulo por vicios en el consentimiento”. BAZ BARRIOS, Sergio. La problemática, ob. cit., pág. 470.

¹⁴⁵⁹ De este modo “parece lógico argumentar que, mientras mayor sea el lapso temporal, mayores posibilidades ha tenido el cliente, de acuerdo con los criterios de la diligencia común, de buscar asesoramiento independiente o de informarse mínimamente del comportamiento del producto”. JUAN GÓMEZ, Mateo. *Aproximación...*ob. cit. Véase también CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. *Swaps...*ob. cit.

error, conforme a reiterada jurisprudencia, cada parte deberá informarse de las circunstancias y condiciones esenciales o relevantes para ella, cuando la información sea fácilmente accesible, pero la diligencia se apreciará teniendo en cuenta las circunstancias de las personas". Es por ello que el incumplimiento de los deberes de información por parte de las entidades financieras comporta que éstas no puedan exigir de sus clientes una adecuada diligencia de padre de familia, dado que el cliente (SAP de Soria, secc. 1ª, 131/2012, de 8 de noviembre) *"mal podría actuar con diligencia cuando le faltaba información esencial para la concertación del contrato de permuta financiera"*.

Así en primer término se determinará el perfil del cliente como elemento determinante de la aceptabilidad del error como vicio del consentimiento¹⁴⁶⁰, pues no es

¹⁴⁶⁰ Entre las sentencias del Supremo que tratan la cuestión vid. SSTs de 20 de febrero de 2014 (cliente conocedor del mundo financiero), 26 de junio de 2014 (sociedad cuyo objeto social es la compra de valores), 2 de julio de 2014 (empresario avezado en el mundo financiero), de 8 de septiembre de 2014 (empresaria con experiencia inversora, con asesor financiero propio), 15 de diciembre de 2014 (cliente con asesora financiera y fiscal), de 18 de diciembre de 2014 (empresario administrador de varias empresas con experiencia en inversiones), 20 de enero de 2014 (empresa minorista cuyo objeto social nada tiene que ver con los instrumentos financieros), 7 de julio de 2014 (empresa minorista que contrata un swap), 8 de julio de 2014 (clientes minoristas sin experiencia inversora), 12 de enero de 2015 (cliente, con empresa ajena a productos financieros sita en Alemania), 26 de febrero de 2015 (empresa minorista, sin experiencia en productos financieros complejos). Vid VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. Las Audiencias Provinciales se hacen eco de la misma doctrina, siendo de destacar la SAP de Madrid núm. 329/2015, de 9 de octubre (camarero jubilado y ama de casa), SAP de Sevilla, secc. 6ª, de 15 de octubre de 2015 (desestimación del recurso por perfil avezado del contratante), SAP de A Coruña, núm. 242/2015, de 16 de julio (administrador solidario de una sociedad, que no le hace experto en productos financieros y bancarios), SAP de Valladolid, secc. 3ª, núm. 53/2014, de 4 de marzo (perfil no financiero del contratante, matrimonio formado por un veterinario y una administrativa), SAP de Madrid núm. 451/2013, de 28 de octubre (licenciada en Derecho) o la SAP de Vigo, secc. 6ª, núm. 426/2015, de 14 de septiembre (falta de experiencia). Señala ésta última que la *"SAP Zaragoza de 19 de marzo de 2012 establece que "el hecho de haber firmado préstamos y líneas de descuento y ser empresario no significa per se la condición de experto financiero ya que las variables de los IRS superan en número y en oscuridad a las presentes en dichas operaciones; la SAP León de 5 de marzo 2012 refiere que "el IRS se salía por completo de la línea de productos comunes que se venían contratado con el Banco hasta la fecha", la SAP Palencia de 9 de febrero 2012 donde se afirma que "para su comprensión y correcta valoración se requiera una formación financiera claramente superior a la que posee la clientela bancaria en general por cuanto, la clientela tradicional, conoce los productos típicamente bancarios que han venido siendo comercializados tradicionalmente por las entidades bancarias en nuestro país (contratos de depósito, cuenta corriente, préstamo, etc.), pero le resulta lógicamente difícil de comprender el alcance económico que en determinadas circunstancias pueden tener, movimientos bruscos en los mercados o la decisión de cancelar antes del vencimiento"*.

igual la diligencia exigible a quien ostenta la condición de perito o experto que la de quien carece de tal condición¹⁴⁶¹. Así la STS de 13 de octubre de 2015 indica que “la

¹⁴⁶¹ Vid SAP de Santa Cruz de Tenerife (secc. 4ª), de 30 de marzo de 2012. Se valorará pues que el sujeto sea o no un profesional, exigiéndose por ende mayor diligencia a quien tenga la condición de perito o profesional del sector. En idéntico sentido, S. del Juzgado de lo Mercantil Nº 1 de Burgos, de 20 de abril de 2010, que haciendo referencia a la STS de 4 de enero de 1982 señala que *“la diligencia exigible es menor, cuando se trata de persona inexperta que entre en negociaciones con un experto, y siendo preciso por último para apreciar esa diligencia exigible apreciar si la otra parte coadyuvó con su conducta o no aunque no haya incurrido en dolo o culpa”*. Así la SAP Asturias (secc. 7ª) núm. 274/2011 de 10 de junio considera que media error esencial y excusable, al tratarse de un cliente minorista sin experiencia en la contratación de este tipo de productos y al cual no se le facilitó la información necesaria para que fuera conocedor del funcionamiento y los riesgos que entraña la contratación de un producto complejo como es el swap de tipos de interés. En el mismo sentido se pronuncian, entre las más recientes, la SAP Badajoz (secc. 3ª) núm. 36/2012 de 26 de enero; la SAP Barcelona (secc. 1ª) núm. 522/2012 de 9 de noviembre; la SAP Girona (secc. 1ª) núm. 110/2013 de 18 de marzo y la SAP Asturias (secc. 4ª) núm. 142/2013 de 2 de mayo. Por otro lado la SAP Barcelona (secc. 1ª) núm. 68/2013 de 12 de febrero, estima que no ha lugar a la solicitud de nulidad del swap al juzgar que no existe vicio en el consentimiento esencial y excusable, dado que con anterioridad se habían contratado productos de similares características sin que se hubiera surgido ninguna controversia. En la misma línea véase así CABA TENA, Antonio. El contrato...ob. cit.) la SAP Madrid (secc. 25ª) núm. 53/2013 de 1 de febrero, estima ausencia de error en el consentimiento al tratarse de un cliente profesional con el conocimiento y la cualificación necesaria para tomar sus propias decisiones de inversión y valorar correctamente los riesgos, de los que era consciente por el conocimiento claro y real del alcance y consecuencias del swap en función de la evolución del mercado. En el mismo sentido se pronuncia la SAP de Valladolid (secc. 3ª) núm. 62/2013 de 28 de febrero, al considerar que el cliente (persona jurídica) había dispuesto de información previa y suficiente sobre el contenido y condiciones del swap. Entre los motivos para denegar la nulidad (véase SAP de Valencia núm. 298/2011 de 11 de julio, SAP Zaragoza núm. 736/2011 de 19 de diciembre, SAP Barcelona núm. 697/2011 de 12 de diciembre y SAP Burgos núm. 112/2012 de 15 de marzo) se alega: “1) Que la sociedad tenga en plantilla a personal financiero profesional. Es decir, que la compañía integre en su estructura a un equipo o departamento financiero con capacidad para evaluar el producto financiero contratado. 2) Que la sociedad haya suscrito un contrato de asesoramiento financiero y de llevanza de contabilidad con otra entidad que permita un asesoramiento previo a la contratación del swap. 3) Que la sociedad tenga experiencia con varios swaps anteriores y sean de complejidad semejante. Como ya hemos visto anteriormente estos instrumentos financieros son muy variados, esto hace que la contratación de una permuta financiera anterior a otra no tenga suficiente complejidad para impedir la nulidad del segundo. 4) Que la sociedad haya aprobado cuentas anuales en las que el informe de gestión haga referencia a varios swaps contratados y, además, se evalúen sus efectos en el patrimonio de la empresa. 5) Que el administrador firmante haya acudido y negociado previamente a varias entidades bancarias para encontrar financiación y asesoramiento. 6) Que el contrato de swap impugnado se haya realizado para compensar los efectos de otro swap anterior. Es decir, en este caso debe darse una relación entre los dos contratos que permita observar la contratación voluntaria del segundo con la finalidad de compensar las pérdidas o riesgo existente en el primero. 7) Que el swap se haya concretado mediante la firma del contrato marco, el contrato de confirmación y además se haya negociado previamente el contrato entre las partes. 8) Que la sociedad demandante sea una S.A. con importante número de trabajadores y cifra de facturación anual. Por ejemplo, las llamadas microempresas (La Directiva 78/660/CEE relativa a las cuentas anuales de determinadas formas de sociedad, que proviene de la Posición (EU) 12/2011 del Consejo, sobre microempresas, establece que serán esta clase de compañías las que no superen dos de los siguientes criterios: total de balance de 250.000€, importe neto de negocio de 500.000€ y número medio de trabajadores durante el

diligencia exigible para eludir el error es menor cuando se trata de una persona inexperta que contrata con un experto (Sentencias de esta Sala de 4 de enero de 1982 y 30 de enero de 2003). Al experto (al profesional) en estos casos se le imponen, además, específicas obligaciones informativas tanto por la normativa general como por la del mercado financiero. Como dijimos en la Sentencia de 13 de febrero de 2007, para la apreciación de la excusabilidad del error, habrá de estarse a las circunstancias concretas de cada caso, y en el que nos ocupa, no por tratarse de una empresa debe presumirse en sus administradores o representantes unos específicos conocimientos en materia bancaria o financiera". La jurisprudencia ha manifestado por tanto que no es obstáculo para la concurrencia de error, la condición de economista o contable del contratante, dados los conocimientos específicos que los complejos mercados secundarios exigen¹⁴⁶², y cuyos entresijos en muchos casos son desconocidos por los propios empleados de las entidades financieras. Tampoco es obstáculo la condición de Notario para el ejercicio de la acción de anulabilidad¹⁴⁶³, pues el conocimiento jurídico de un fedatario público, dista del conocimiento especial que exigen los mercados de capitales especulativos, ni tampoco la condición de profesora de Derecho y magistrada suplente¹⁴⁶⁴, o licenciada en Derecho¹⁴⁶⁵. Resulta igualmente irrelevante la condición de

ejercicio de 10) tienen muchos menos recursos que las medianas y grandes compañías. 9) Que la sociedad tenga una asesoría jurídica que pueda evaluar el contrato previamente a su firma. 10) Que la sociedad demandante se dedique a la especulación entre sus actividades empresariales (En la SAP Barcelona 697/2011 se trata el caso de una sociedad que se dedica a comprar la nuda propiedad de inmuebles para revenderlos a inversores entre otras actividades especulativas). REDONDO TRIGO, Francisco. Swap...ob. cit., págs. 2772.

¹⁴⁶² Destacan entre otras las SAP de Asturias de 25 de julio de 2011, la SAP de Lugo de 18 de octubre de 2011, las SSAP de Burgos de 18 de noviembre de 2011 y 26 de enero de 2012, donde se aprecia la anulabilidad de los contratos de swaps accionados por sociedades mercantiles con profesionales economistas en su plantilla.

¹⁴⁶³ SAP de León de 28 de mayo de 2012.

¹⁴⁶⁴ Bonos Lehman Brothers, S. del Juzgado de 1ª Instancia nº. 18 de Palma de Mallorca de 13 de enero de 2011). Véase S. del Juzgado de 1ª Instancia nº. 1 de Gijón de 16 de marzo de 2011 (empleado licenciado en empresariales), del Juzgado de 1ª Instancia nº. 29, del 29 de octubre de 2010 (administrador licenciado en empresariales y máster MBA de IESE desconocedor del contrato de swap). Sobre la apreciación del error véase OLIVA BLÁZQUEZ, Fernando. Error...ob. cit., págs. 217-227.

sociedad con amplio volumen de negocio¹⁴⁶⁶, pues “ello en modo alguno determina una experiencia inversora en la contratación de productos complejos”.

Igualmente para discernir el error como excusable o inexcusable, se apreciará la condición o no de cliente habitual del contratante, la contratación anterior de dichos productos¹⁴⁶⁷, el volumen de negocio contratado, la ausencia de lectura del contrato o falta de lectura cuidadosa¹⁴⁶⁸, la existencia de asesores o directores financieros¹⁴⁶⁹, la formación del representante que suscribe el contrato¹⁴⁷⁰, la confianza en la entidad¹⁴⁷¹,

¹⁴⁶⁵ SAP de Las Palmas 281/2013, secc. 5ª de 28 de junio de 2013: “El cursar la carrera de Derecho no proporciona conocimientos financieros, ni de matemática financiera, ni sobre productos de inversión financiera, mercados secundarios, mercados de futuro, ni sobre la naturaleza y mecanismo de funcionamiento de las permutas financieras o de tipos de interés, como la que es objeto de estos autos.”

¹⁴⁶⁶ SAP de Jaén, secc. 1ª, núm. 158/2013, de 28 de octubre.

¹⁴⁶⁷ A favor de la inexcusabilidad, SSAP de Las Palmas de Gran Canaria, Sección 4.ª, de 4 de julio de 2011; de Zaragoza, Sección 5.ª, de 3 de abril de 2012; de Valencia, Sección 9.ª, de 17 de julio de 2012. En contra, SSAP de Álava, Sección 1.ª, de 11 de mayo de 2012 y de 29 de junio de 2012; de Santa Cruz de Tenerife, Sección 3.ª, de 13 de junio de 2012.

¹⁴⁶⁸ A favor de la inexcusabilidad véase SSAP de Madrid, Sección 9.ª, de 10 de julio de 2009 y de 30 de abril de 2012; de Asturias, Sección 1.ª, de 5 de marzo de 2012; de Pontevedra, Sección 1.ª, de 29 de marzo de 2012. En contra, SSAP de Palencia, Sección 1.ª, de 30 de junio de 2011; de Álava, Sección 1.ª, de 11 de mayo de 2012 y de 18 de julio de 2012.

¹⁴⁶⁹ A favor de la inexcusabilidad, SSAP de Madrid, Sección 10.ª, de 27 de marzo de 2012, y de Pontevedra, Sección 1.ª, de 29 de marzo de 2012. En contra, SAP de Santa Cruz de Tenerife, Sección 3.ª, de 13 de junio de 2012, de 2 de julio de 2014, de 8 de septiembre. Vid también

¹⁴⁷⁰ A favor de la inexcusabilidad, SSAP de Zaragoza, Sección 5.ª, de 16 de abril de 2012, y de Valencia, Sección 9.ª, de 5 de mayo de 2012. En contra, SSAP de Palencia, Sección 1.ª, de 30 de junio de 2011 y de Vizcaya, Sección 5.ª, de 16 de septiembre de 2011. Por lo que a las Sentencias del Supremo se refiere a favor de la inexcusabilidad se manifiestan SSTs de 18 de abril de 2014 (empresario -de un ámbito que nada tiene que ver con el mundo financiero-, que había concertado otros productos y contaba con la asistencia de un asesor contable de las empresas que gestionaba; la sentencia revoca la sentencia de apelación y confirma la de primera instancia, estimatoria de la demanda), de 20 de enero de 2014 (empresa minorista cuyo objeto social no tiene que ver con los instrumentos financieros; la sentencia desestima el recurso del banco y confirma la sentencia estimatoria de la demanda), de 7 de julio de 2014 (empresa minorista que contrata un swap; la sentencia confirma la estimación de la demanda en primera y segunda instancia), de 8 de julio de 2014 (clientes minoristas sin experiencia inversora; la sentencia confirma la estimación de la demanda en primera y segunda instancia), de 10 de septiembre de 2014 (los demandantes son treinta y un clientes del «Banco Espirito Santo, S.A., Sucursal en España», ninguno de ellos inversor cualificado; la sentencia revoca la sentencia de la Audiencia y confirma la de primera instancia, estimatoria de la demanda), de 12 de enero de 2015 (cliente, con una empresa familiar en Alemania ajena a los productos financieros; la sentencia estima el recurso de

etc.¹⁴⁷². En suma STS 102/2016, de 25 de febrero de 2016 “(...) Que los clientes hubieran contratado anteriormente productos similares no conlleva que tuvieran experiencia inversora en productos financieros complejos, si en su contratación tampoco les fue suministrada la información legalmente exigida. (...) Como hemos afirmado en las sentencias núm. 244/2013, de 18 de abril, 769/2014, de 12 de enero de 2015, y 489/2015, de 15 de septiembre, la actuación en el mercado de valores exige un conocimiento experto. El hecho de tener un patrimonio considerable, o que los clientes hubieran realizado algunas inversiones previas no los convierte tampoco en clientes expertos, puesto que no se ha probado que en esos casos se diera a los demandantes

casación, casa la sentencia de la Audiencia que declaró la acción caducada y declara la nulidad de los contratos) y de 26 de febrero de 2015 (empresa minorista, sin experiencia en la contratación de productos complejos como el swap ofertado; la sentencia confirma las sentencias estimatorias de la demanda de primera y segunda instancia). En contra de la inexcusabilidad vid. SSTs de 20 de febrero de 2014 (cliente conocedor del mundo financiero; la sentencia desestima su recurso y confirma la desestimación de su demanda), de 26 de junio de 2014 (sociedad cuyo objeto social es la compra de valores; la sentencia desestima su recurso y confirma la desestimación de su demanda), de 2 de julio de 2014 (empresario «avezado», que ha participado en la administración de distintas sociedades, alguna de ellas relacionada con servicios de inversión, y que ha realizado otras inversiones de riesgo; la sentencia confirma la desestimación de la demanda en primera y segunda instancia), de 8 de septiembre de 2014 (empresaria, con experiencia inversora y que contaba, además, con un asesor financiero propio; la sentencia confirma la desestimación de la demanda en primera y segunda instancia), de 15 de diciembre de 2014 (cliente asistida por asesora financiera y fiscal; la sentencia confirma la desestimación de la demanda en primera y segunda instancia), de 18 de diciembre de 2014 (empresario, administrador de varias empresas, e inversor con experiencia, socio único de una sociedad cuyo objeto social era el asesoramiento financiero y que contaba con asesores financieros; la sentencia confirma la desestimación de la demanda en primera y segunda instancia). Vid. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit.

¹⁴⁷¹ A favor de la inexcusabilidad, SSAP de Madrid, Sección 9.ª, de 10 de julio de 2009, y de Castellón, Sección 3.ª, de 26 de septiembre de 2011. En contra, SSAP de Zamora, Sección 1.ª, de 12 de diciembre de 2011, y de Guipúzcoa, Sección 3.ª, de 17 de julio de 2012.

¹⁴⁷² Véase LLANA VICENTE, Marino de la. «Contratos sobre productos financieros derivados (Swaps): inexistencia de error vicio pese al cambio de los tipos de interés». En *Revista del CGPJ*, nº 95, 2013, págs. 34-36. Señala AGÜERO ORTIZ que “En relación al perfil del cliente, son factores relevantes la edad, formación o nivel de estudios, profesión, conocimientos del sector financiero y bancario, experiencia en la contratación de productos similares, etc. Todo, absolutamente todo es, y debe ser, tomado en consideración de forma integral por el juzgador, pues la apreciación error sustancial en los contratos ha de hacerse con criterio restrictivo cuando de ello dependa la existencia del negocio, cuya apreciación tiene un sentido excepcional muy acusado (STS de 30 de mayo de 1.991 RJ\1991\3948)”. AGÜERO ORTIZ, Alicia. El consumidor...ob. cit., pág. 497.

una información adecuada para contratar el producto con conocimiento y asunción de los riesgos de una inversión compleja y sin garantías”.

La SAP de Zaragoza, secc. 4ª, núm. 256/2015, de 30 de julio asevera que *“El hecho de que un cliente haya suscrito con anterioridad productos similares a los que son objeto de una demanda donde se insta la nulidad, no excluye el error pues, según el perfil del cliente, sería necesario justificar suficientemente que en ocasiones anteriores se le informó adecuadamente de la naturaleza y riesgo del producto y que, al contratar de nuevo, no hubiera existido error por tener ya un conocimiento adecuado”*

Se discute por ejemplo si un supuesto de error inexcusable sería el reconocimiento por parte del actor de la falta de detenida lectura de un contrato impugnado. Si bien parte de la jurisprudencia concibe como inexcusable dicho error ¹⁴⁷³ queremos matizar que el grado de diligencia exigible fluctuará en función de las circunstancias que concurran en cada supuesto¹⁴⁷⁴, lo que conmina en mi opinión un juicio coordinado de los pormenores del caso concreto, que englobe la posible oscuridad del contrato, el perfil del cliente, la existencia de una relación de confianza con la entidad financiera, etc.¹⁴⁷⁵. Así la SAP de Burgos (sección 3ª) de 7 de febrero de 2012, indica que *«No puede estimarse que los demandantes incurrieron en grave negligencia por el hecho de no haber leído el contrato, ni convierte el error en excusable porque hay una relación de confianza con la persona de la entidad bancaria que pone a la firma el contrato. La lectura de un contrato bancario, un simple un*

¹⁴⁷³ Entre otras la Sentencia del Juzgado de Primera instancia e Instrucción n.º 1 de O Porriño de 2 de noviembre de 2009, SAP de Madrid (sección 9ª) de 10 de julio de 2009, SAP de Ávila de 9 de septiembre de 2010.

¹⁴⁷⁴ Así SAP de Barcelona, secc. 11ª, núm. 44/2013, de 16 de marzo de 2015. Vid también OLIVA BLÁZQUEZ, Fernando. «Error en la contratación de un producto financiero atípico de alto riesgo. Comentario a la SAP de Soria de 12 de febrero 2004 (AC 2004, 186)». En *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, nº. 13, 2004, pág. 223.

¹⁴⁷⁵ Sobre la inexistencia de dicha relación se pronuncia al efecto la SAP de Ávila de 9 de septiembre de 2010, que indica que dada la ausencia de trato con el banco, «lo lógico hubiera resultado que el contrato financiero que se le ofertaba fuera escudriñado y analizado antes de firmarlo».

contrato de apertura de una libreta o cuenta corriente es una tarea ardua y complicada y la mayoría, en general, al firmar no leemos detenidamente el contrato antes de firmar, pero indagamos y desmenuzamos sus cláusulas cuando surge alguna cuestión derivada de comisiones o gastos que consideramos improcedentes y, es, entonces cuando descubrimos que o bien no están suficientemente especificadas en el contrato o bien al amparo de un clausula genérica el Banco puede justificar esas comisiones, gastos, etc., en definitiva hacer valer su posición dominante». Asimismo la SAP de Soria, secc. 1ª, 131/2012, de 8 de noviembre señala en dicho sentido que *“la simple lectura del contrato, no es suficiente para considerar ilustrado al consumidor máxime cuando estamos en presencia de contratos de adhesión y todos los clientes han sido calificados como minoristas y sin experiencia en inversiones especulativas”* Es más la SAP de Barcelona, secc. 13ª núm. 216/2014, de 7 de mayo de 2014 indica que ante la *“falta de una información precontractual suficiente, el tenor literal del contrato (de más de 15 folios, con la confirmación y los anexos, firmados todos en unidad de acto), presenta una importante complejidad con la introducción de tecnicismos y continuas remisiones de unos documentos a otros, que lo hacen de difícil comprensión para una persona no avezada en esta materia”*. Además, el TS se manifiesta en dicho sentido al señalar en S. 668/2015, de 4 de diciembre de 2015 que el swap *“es un contrato complejo, difícil de entender para quien no sea un contratante experto en este tipo de productos financieros”*. Es por ello que *“con la simple lectura del documento contractual no es posible que una persona no versada en este tipo de productos financieros comprenda no solo la naturaleza del contrato que está suscribiendo sino, sobre todo, los riesgos en los que está incurriendo para el caso de que baje el tipo de interés de referencia o pretenda cancelar anticipadamente el contrato para evitar las graves pérdidas que en tal caso se producen”*.” De igual modo (STS 31/2016, de 4 de febrero) *“El deber de información no cabe entenderlo suplido por el propio contenido del contrato de swap” (...), pues en este tipo de contratos complejos “la mera lectura del documento resulta insuficiente y es precisa una actividad suplementaria del banco, realizada con antelación suficiente a la firma del contrato,*

para explicar con claridad la naturaleza aleatoria del contrato, cómo se realizan las liquidaciones y la cancelación anticipada y cuáles son los concretos riesgos en que pudiera incurrir el cliente (...).”

Pero en segundo lugar, se deberán precisar las circunstancias de quién infligió el error¹⁴⁷⁶. En dicho sentido, los deberes de información que inciden en las entidades financieras, y cuyo estudio abarcamos en el capítulo IV, afectan de forma directa sobre el requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente precisaba de dicha información y la entidad obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada incumple su deber, el conocimiento equivocado de los riesgos asociados al swap, será ineludiblemente excusable para el cliente¹⁴⁷⁷. Como al efecto proclama la **SAP de Madrid, secc. 9ª de 21 de marzo de 2014** aunque la entidad pretenda “imputar la negligencia al propio cliente por no haberse asesorado adecuadamente con terceros”, la obligación de dotar de información sobre el producto *“es exigible a la entidad bancaria, sin que puedan invertirse los términos para sostener que el cliente debió solicitar una información que no se le facilitó, pues era legalmente exigible al banco”*. Es más (STS 34/2016, de 4 de febrero de 2016) *“El cliente debe poder confiar en que la entidad (...) que le asesora no está omitiendo información sobre ninguna cuestión*

¹⁴⁷⁶ Véase SAP de Valladolid 5/2012, de 9 de enero: *«El error es inexcusable cuando pudo ser evitado empleando una diligencia media o regular, pero esa diligencia, sigue señalando la jurisprudencia, ha de apreciarse valorando las circunstancias de toda índole que concurren en el caso, incluso las personales, y no sólo las de quien ha padecido el error, sino también las del otro contratante pues la función básica del requisito de la excusabilidad es impedir que el ordenamiento proteja a quien ha padecido el error cuando éste no merece esa protección por su conducta negligente, trasladando entonces la protección a la otra parte contratante, que la merece por la confianza infundida en la declaración (...) la gravemente insuficiente información, facilitada por la entidad bancaria, a los deberes que a ésta incumbían y a que la demandante no tiene la condición de experto financiero, para que resulte patente que su error debe calificarse de excusable a estos efectos ya que lo único que habrá de presumirse es que era conocedora de la realidad mercantil que constituía el objeto de su empresa, que no es necesariamente equivalente al mercado financiero en que se desarrollaba tal operación»* .

¹⁴⁷⁷ Entre otras STS 840/2013, STS de 2666/2014 de 8 de julio de 2014. Como señala ANGULO *“la falta de una información precisa, correcta y adecuada por parte del banco demandado, y que éste está además obligado a proporcionar acerca de las características del producto contratado, así como del alcance de las obligaciones y del riesgo asumido por las mismas, lleva a entender que el error en el actor es excusable”*. GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad...* ob. cit., pág. 133.

relevante. Por ello, la parte obligada legalmente a informar correctamente no puede objetar que la parte que tenía derecho a recibir dicha información correcta debió tomar la iniciativa y proporcionarse la información por sus propios medios.”

Siguiendo dicha línea argumental, resulta de extrema importancia a la hora de valorar el error, definir si la iniciativa en la contratación partió o no de la entidad financiera, al igual que lo es la falta de información al cliente conforme lo exigido por el TRLMV.

La doctrina del Supremo sobre las consecuencias de la omisión de la ejecución de los test de conveniencia o de idoneidad se plasma en las SSTS de 20 de enero de 2014, de 7 de julio de 2014, de 8 de julio de 2014, 26 de febrero de 2015 y 4 de febrero de 2016¹⁴⁷⁸.

De este modo, la STS de 20 de enero de 2014, califica a los test de conveniencia e idoneidad como una garantía frente al conflicto de intereses de la entidad de crédito en la comercialización de estos productos, de modo que se tutele la obligación de suministrar al cliente una información comprensible y adecuada. En caso de incumplimiento del deber de suministrar el *test de conveniencia* (si la entidad actúa como simple ejecutante) o el *test de idoneidad* (en el caso de que preste asesoramiento financiero), lo relevante para juzgar sobre el error vicio no se basa tanto en la evaluación sobre la idoneidad de la operación, en atención a los intereses del cliente minorista que contrata el swap, sino en el conocimiento suficiente por parte de éste del producto complejo contratado (swap) y de los concretos riesgos asociados al

¹⁴⁷⁸ Con anterioridad a dichas sentencias, no había consenso, ni jurisprudencial (a favor de la concurrencia de error vid. SSAP de Tarragona, secc. 1ª, de 1 de septiembre de 2011 y Vizcaya, secc. 5ª, de 16 de septiembre de 2011; en contra de la nulidad vid. SSAP Vizcaya, secc. 5ª, de 19 de marzo de 2012, de Barcelona, secc. 15ª, de 22 de marzo de 2012, de Pontevedra, secc. 1ª, de 29 de marzo de 2012; a favor de la concurrencia de nulidad ex art. 6.3. C.c. vid. SSAP León, secc. 1ª, de 20 de mayo de 2012, de Ourense, secc. 1ª, de 8 de octubre de 2013; en contra de la nulidad STS de 22 de diciembre de 2009) ni doctrinal (a favor de la nulidad vid. REDONDO TRIGO, Francisco. La nulidad absoluta...ob. cit., págs. 646 y ss. y GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad de los contratos*...ob. cit., págs. 95 y ss.; en contra vid. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales aspectos...ob. cit., págs. 1512 y ss.) sobre las consecuencias jurídicas derivadas del incumplimiento del deber de información.

mismo. Y señala que *“La omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo”*¹⁴⁷⁹. Pero como afirma la STS de 30 de junio de 2015, núm. 323/2015 *“tal presunción puede ser desvirtuada por la prueba de que el cliente tiene los conocimientos adecuados para entender la naturaleza del producto que contrata y los riesgos que lleva asociados, en cuyo caso ya no concurre la asimetría informativa relevante que justifica la obligación de información que se impone a la entidad bancaria o de inversión y que justifica el carácter excusable del error del cliente”*. Es decir, la STS de 20 de enero de 2014 pone de manifiesto que la omisión del test, no acarrea de modo automático la existencia de un error en el consentimiento prestado, pero sí la existencia de una presunción de excusabilidad que incumbe a la entidad bancaria destruir. Error que, conforme a lo manifestado, debe recaer sobre el objeto del contrato, y en el caso del swap, concernir a los riesgos específicos asociados a la contratación del swap. De este modo equiparar el defecto de información con la existencia de error en el consentimiento, sin matices, resulta incorrecto,¹⁴⁸⁰ siendo intrascendente la información postcontractual para precisar la existencia potencial de

¹⁴⁷⁹ En este sentido la STJM de 28 de enero de 2015 señala que *«lo relevante para juzgar sobre el error vicio no es tanto la evaluación de la conveniencia de la operación, en atención a los intereses del cliente minorista que contrata el swap, como si al hacerlo tenía un conocimiento suficiente de este producto y de los concretos riesgos asociados al mismo. La omisión del test que debía recoger esta valoración, si bien no impide que en algún caso el cliente goce de este conocimiento y por lo tanto no haya padecido error al contratar, lleva a presumir en el cliente la falta del conocimiento suficiente sobre el producto contratado y sus riesgos asociados que vicia el consentimiento. Por eso, la ausencia del test no determina por sí la existencia del error vicio, pero sí permite presumirlo»*.

¹⁴⁸⁰ En ese sentido se pronuncia también la Sala Primera del Tribunal Supremo, en sentencia de 21 de noviembre de 2012, aduciéndose que es posible que la información sea defectuosa, pero no exista error, o quizás no concorra un error que pueda tildarse de vicio del consentimiento. Para un estudio de la sentencia citada véase MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. Delimitación...ob. cit. En idéntico sentido entre otras SAP de Málaga, de 26 de junio de 2013 y SAP de Barcelona, secc. 15.ª, de 22 de marzo de 2012. Véase. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., pág. 1496.

error¹⁴⁸¹. Con todo ello, no se juzga relevante que la entidad preste información que incluya gráficos de las posibles evoluciones del EURIBOR, sino *“haber suministrado al cliente una información comprensible y adecuada sobre este producto, que incluyera una advertencia sobre los concretos riesgos que asumía (...), y haberse cerciorado de que el cliente era capaz de comprender estos riesgos y de que, a la vista de su situación financiera y de los objetivos de inversión, este producto era el que más le convenía, lo que debía hacerse por medio del instrumento procedente en este caso, que era el test de idoneidad, cuya ausencia permite presumir el error excusable (STS n.º 385/2014, de 7 de julio).”*

De igual modo en STS de 10 de septiembre de 2014 se concluye que *“cuando, como ocurre en la contratación en el mercado de valores, el ordenamiento jurídico impone a una de las partes un deber de informar detallada y claramente a la contraparte sobre las presuposiciones que constituyen la causa del contrato, como es el caso de los riesgos en la contratación de productos y servicios de inversión, y le impone esa obligación con carácter previo a la celebración del contrato y con suficiente antelación, en la promoción y oferta de sus productos y servicios, para que el potencial cliente pueda adoptar una decisión inversora reflexiva y fundada (...), en tal caso, la omisión de esa información, o la facilitación de una información inexacta, incompleta, poco clara o sin la antelación suficiente, determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable, porque es dicha parte la que merece la protección del ordenamiento jurídico frente al incumplimiento por la contraparte de la obligación de informar de forma veraz, completa, exacta, comprensible y con la necesaria antelación que le impone el ordenamiento jurídico.”* Como indica la STS 32/2016, de 4 de febrero *“(...) el deber de información que pesa sobre la entidad financiera incide directamente en la concurrencia del requisito de excusabilidad del error, pues si el cliente estaba necesitado de esa información y la entidad financiera estaba obligada a suministrársela de forma comprensible y adecuada, entonces el conocimiento equivocado sobre los*

¹⁴⁸¹ STS de 17 de febrero de 2014 (FD 5º).

concretos riesgos asociados al producto financiero complejo contratado en qué consiste el error le es excusable al cliente.”

Es preciso destacar que la adquisición de un swap anterior, en el caso de que éste no haya sido debidamente asesorado, no debe ser factor para considerar que el contratante tiene experiencia y estimar adecuado dicho contrato, pues el perfil del cliente debe estar pertinentemente actualizado.

De todo ello queremos colegir que no sólo la diligencia de quien sufre el engaño ha de ser criterio para la apreciación del carácter excusable del error, sino, también la confianza depositada en la información procurada por la otra parte contratante, confianza que se justifica cuando el contratante profesional proporciona al que no ostenta dicha categoría información inexacta.

Siguiendo dicho razonamiento, una cuestión que debemos plantearnos es la apreciación del error por incumplimiento de los deberes de información en el supuesto de que el contrato contuviera los elementos imprescindibles para inferir su verdadera naturaleza.

Cristalino es el criterio del Supremo¹⁴⁸² que rechaza con carácter absoluto las alegaciones en torno a la suficiencia del contenido del contrato como criterio de exclusión del error, al existir una presunción de error heterointroducido derivado del incumplimiento del deber de información, y que entraña que no pueda hablarse de error inexcusable¹⁴⁸³.

Indica en efecto la STS 756/2015, de 26 de febrero que *“no pueden aceptarse sus alegaciones sobre la suficiencia del contenido del contrato para excluir el error, tesis que cede - como en definitiva se ha considerado en la sentencia recurrida- ante la presunción, derivada del incumplimiento del deber de información, razón por la que en*

¹⁴⁸² Vid. SSTs de 7 de julio de 2014, de 10 de septiembre de 2014, y de 26 de febrero de 2015.

¹⁴⁸³ STS 563/2015, de 15 de octubre.

dicha sentencia se habla de "error heteroinducido" por la omisión de poner de manifiesto al cliente el riesgo real de la operación, ni tampoco sus alegaciones sobre el carácter inexcusable del error, pues como declaró esta Sala en la STS nº 244/2013, del Pleno, de 18 de abril de 2013, recurso nº 1979/2011 , la obligación de información que establece la normativa legal es una obligación activa que obliga al banco, no de mera disponibilidad¹⁴⁸⁴. ”

Siguiendo dicha línea argumental (STS 31/2016, de 4 de febrero) tampoco puede la entidad financiera objetar que el cliente pudo pedir las aclaraciones precisas del contrato suscrito, pues *“Es la empresa de servicios de inversión la que tiene obligación de facilitar la información que le impone dicha normativa legal, y no son sus clientes no profesionales del mercado financiero y de inversión quienes deben averiguar las cuestiones relevantes en materia de inversión, buscar por su cuenta asesoramiento experto y formular las correspondientes preguntas. Sin conocimientos expertos en el mercado de valores, el cliente no puede saber qué información concreta ha de demandar al profesional. El cliente debe poder confiar en que la entidad de servicios de inversión que le asesora no está omitiendo información sobre ninguna cuestión relevante. La parte obligada a informar correctamente no puede objetar que la parte que tenía derecho a recibir la información correcta debió haberse asesorado por un tercero y que al no hacerlo, no observó la necesaria diligencia”*.

Se trata no sólo de comprobar que la entidad cumplió con los deberes de información pertinentes, sino de concretar que dicha información es suficiente, comprensible e inequívoca, de modo tal que el consentimiento ofrecido por el consumidor en torno al objeto del contrato sea válido.

¹⁴⁸⁴ En idéntico sentido SSTs 244/2013, de 18 de abril, 769/2014, de 12 de enero de 2015, 563/2015, de 15 de octubre de 2015, 32/2016, de 4 de febrero, 102/2016, de 25 de febrero de 2016. La SAP de Valencia, secc. 9ª, de 22 de febrero de 2012 indica que la simple firma del contrato que contuviera un “aviso” de que el cliente es consciente de los riesgos no es paliativo ni acreditativo del deber de información.

B) Falta de capacidad.

Como tercera posibilidad, es factible instar la anulabilidad del swap por defectos de capacidad que no impliquen la carencia de capacidad.

Este grupo incluiría los contratos celebrados por sujetos declarados judicialmente incapacitados (ex arts. 1300 y ss. C.c.). Y si bien no hay obstáculo para que se pueda instar y en su caso declarar la falta de capacidad para contratar de una persona no incapacitada, debemos partir de la presunción *iuris tantum* de capacidad ex art. 322 y 199 C.c., de modo tal que quien alega incapacidad, deberá acreditarla debidamente¹⁴⁸⁵.

Se hace por tanto factible usar esta vía para impugnar contratos celebrados por personas analfabetas, o afectadas por patologías tales como el alzhéimer o la demencia senil, aunque quizás lo apropiado en estos casos sea instar la nulidad del contrato debido a la incapacidad natural de una de las partes contratantes¹⁴⁸⁶.

¹⁴⁸⁵ Tal y como señala la STS núm. 836/2005, de 10 de noviembre *“la capacidad mental se presume siempre mientras no se destruya por una prueba concluyente en contrario, requiriéndose en consecuencia una cumplida demostración mediante una adecuada prueba directa”*. Podemos concluir que *“En definitiva, la posibilidad de poder ejercitar de manera individual los derechos y deberes de los que es titular cualquier persona por el simple hecho de serlo –esto es gozar de plena capacidad de obrar– solamente se ve limitada en nuestro sistema jurídico en los supuestos de minoría de edad o incapacidad natural y en los casos de incapacitación cuando ésta es declarada judicialmente, tratándose de una figura jurídica distinta de la capacidad especial”*. Véase GARCÍA GARNICA, María del Carmen; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Rafael. Nuevas...ob. cit., pág. 164.

¹⁴⁸⁶ Véase Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las Personas en situación de Dependencia, cuyo art. 2.2. nos ofrece una definición de dependencia en el sentido de *«estado de carácter permanente en que se encuentran las personas que, por razones derivadas de la edad, la enfermedad o la discapacidad, y ligadas a la falta o a la pérdida de autonomía física, mental, intelectual o sensorial, precisan de la atención de otra u otras personas o ayudas importantes para realizar actividades básicas de la vida diaria o, en el caso de las personas con discapacidad intelectual o enfermedad mental, de otros apoyos para su autonomía personal»*. Por su parte el art. 26.1 contempla los grados de dependencia: *Grado I. Dependencia moderada; Grado II. Dependencia severa; Grado III. Gran dependencia*; en conexión con el Real Decreto 174/2011, de 11 de

En este contexto, nos planteamos si es viable que los menores de edad no emancipados, puedan contratar swaps.

En primer lugar, diremos que la capacidad contractual del menor, se deduce a *contrario sensu* de las incapacidades que derivan de la lectura conjunta de los arts. 1261 y 1263, que muestran que la capacidad contractual coincide con la capacidad de obrar general. De este modo quienes tengan restringida su capacidad de obrar, tienen restringida su capacidad para contratar. Por otro lado, en función de los arts. 314 y 315.1 C.c. quienes no hayan cumplido dieciocho años o no esté en las situaciones mencionadas en el art. 314 C.c. y, además no ostente autogobierno psíquico, no puede prestar consentimiento, o lo que es igual, son incapaces para contratar.

Visto así, en función de una interpretación literal de los arts. 1261 y 1263 C.c. el menor de edad carece de capacidad para contratar, y por ende los actos realizados por él, carecen de eficacia jurídica. Sin embargo, esta ineptitud contractual que se deduce del art. 1263 C.c., debe ser matizada, y *puesta en relación con la vida real*¹⁴⁸⁷.

De este modo, debemos plantearnos si los bienes que el hijo mayor de dieciséis años hubiera adquirido con su trabajo o industria, pueden ser objeto de un SWAP contratado por el menor, sin contar aquel con el consentimiento de los padres.

febrero, por el que se aprueba el Baremo de Valoración de la situación de Dependencia establecido por la Ley 39/2006, de 14 de diciembre, de Promoción de la Autonomía Personal y Atención a las Personas en situación de Dependencia... Igualmente véase Resolución del Parlamento Europeo, de 22 de mayo de 2012, sobre una estrategia de refuerzo de los derechos de los consumidores vulnerables (2011/2272 (INI), publicada en Diario Oficial de la Unión Europea el 13 de septiembre de 2013, (C 264 E/11)). “Dicha Resolución incorpora los conceptos de “vulnerabilidad” y “grupos vulnerables” señalando expresamente a los servicios financieros como sector especialmente problemático a estos efectos. Dicha Resolución dice que son consumidores vulnerables “aquellas personas que de forma permanente lo son por razón de su discapacidad mental, física o psicológica, su edad, su credulidad o su género”. Asimismo, la Resolución pone de relieve que todos los consumidores, en algún momento de su vida, pueden pasar a ser vulnerables debido a factores externos y a sus interacciones con el mercado, o porque experimenten dificultades para acceder a información adecuada dirigida a los consumidores y entenderla”. Véase GARCÍA GARNICA, María del Carmen; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Rafael. Nuevas...ob. cit., pág. 156 y 233.

¹⁴⁸⁷ Para un estudio de la materia véase LÓPEZ SAN LUIS, Rocio. *La capacidad contractual del menor*. Madrid: Dykinson, 2001, 1ª ed., 270 p.

Sobre este supuesto debemos considerar el tenor del art. 164.4º C.c. que indica que *los actos de administración ordinaria serán realizados por el hijo, que necesitará el consentimiento de los padres para los que excedan de ella*, y el art. 165 C.c. *“pertenecen siempre al hijo no emancipado los frutos de sus bienes, así como todo lo que adquiera con su trabajo o industria”*.

Una cuestión que debemos esclarecer es que no existe representación legal si el hijo de dieciséis años estuviera emancipado ya que en tal caso se ha extinguido la patria potestad (art. 169.2), ni tampoco si viviera independiente con el consentimiento de los padres al reputársele emancipado (art. 319).

El art. 164 C.c. se refiere pues al menor que obtiene dinero con su trabajo e industria. Con respecto a qué debe entenderse por actos de administración ordinaria, ante la ausencia de concepto legal, debemos descartar que se refiera a los actos de estricta administración, incluyéndose a los actos de contratación que vayan más allá de lo que se considera usual, o puedan entrañar un riesgo mayor para su patrimonio ex art. 323 C.c., y que al mismo tiempo no estén incluidos en el art. 166 C.c.

A contrario sensu, y con respecto a los actos de administración extraordinaria, la doctrina aprecia que el hijo mayor de dieciséis años no podrá llevar a cabo, sin el consentimiento de sus padres, los actos que no puede realizar un emancipado (art. 323 CC), ni aquellos otros que afecten sustancialmente a la composición del patrimonio administrado; en otras palabras, sí puede ejecutar actos que supongan gestión o explotación regular de los bienes o la disposición sobre los frutos¹⁴⁸⁸, pero quedan a nuestro juicio fuera aquellos, como la contratación de productos financieros, que puedan afectar a la composición de su patrimonio.

¹⁴⁸⁸ VÁZQUEZ-PASTOR JIMÉNEZ, Lucía. «La administración del patrimonio de los hijos y actos de disposición». En *Estudios y Comentarios Legislativos*, Cívitas, 2012, BIB 2012\1004.

C) *Efectos de la anulabilidad.*

Mientras el contrato no sea declarado nulo, éste produce todos sus efectos, como si fuese válido.

Declarada la nulidad, deja de producir efectos retroactivamente: si todavía no se ha ejecutado, las partes quedan desligadas; si se ha consumido, en todo o en parte, se aplicarán los arts. 1303, 1304, 1307 y 1308 C.c.

Si consideramos el tenor del art. 1303, el efecto principal sería la restitución recíproca de las prestaciones¹⁴⁸⁹, que es *consecuencia y efecto natural e ineludible de la declaración de nulidad, derivado de la Ley y no del contrato anulado, al punto de que no es necesaria petición expresa de la parte, pudiendo ser acordada por razones de economía procesal por el órgano jurisdiccional con base en el iura novit curia (SSTS de 22.11.2005 y 8.1.2007), sin que suponga incongruencia*¹⁴⁹⁰.

La praxis procesal de nuestro país, ante el temor de ser condenado en costas, impone como regla en los afectados de vicios de consentimiento, avenirse en la anulación del contrato y consiguiente restitución de las prestaciones, sin obtener resarcimiento de los perjuicios irrogados.

Sin embargo desde nuestro punto de vista, dado que la concurrencia de vicio resulta imputable a la entidad, debería el afectado verse facultado para exigir no sólo la

¹⁴⁸⁹ Véase PÉREZ DAUDÍ, Vicente. «Aspectos procesales de la impugnación de los contratos de permuta financiera o SWAP». En *Diario La Ley*, 2011.

¹⁴⁹⁰ Así SAP Pontevedra (secc. 6ª) núm. 243/2013 de 9 de abril. En la misma línea véase CABA TENA. El contrato...ob. cit.

anulación del contrato viciado, sino obtener además indemnización por los daños y perjuicios que el mismo le ha irrogado¹⁴⁹¹.

De este modo la STS de 18 de enero de 2007 (en caso de dolo) concluye que cabe la acción de anulación del contrato y la reclamación de daños y perjuicios (acumulación de dos acciones), la acción de anulación, sin reclamación de indemnización, y finalmente la acción de reclamación de daños y perjuicios, sin ejercitar la acción de anulación, pues no hay norma que excluya dicha posibilidad, siendo así que existe una norma aplicable a un caso similar de ineficacia, como es el art. 1124 C.c.

Más confusa se muestra la doctrina en los casos de error vicio, pues si bien un sector entiende que sus consecuencias se agotan en la anulación del contrato¹⁴⁹², existe otro que afirma con pujanza la existencia del deber de resarcimiento¹⁴⁹³.

¹⁴⁹¹ En este sentido CUADRADO PÉREZ, Carlos. La responsabilidad...ob. cit. pág. 3007: *“En el actual estado de nuestra legislación, a nuestro modo de ver, resulta plenamente compatible pretender la anulación del contrato y la percepción de una indemnización cimentada en la causa de la invalidez del mismo. A favor de tal posibilidad, MORALES MORENO aduce un argumento íntimamente ligado con la congruencia jurídica: resultaría «incoherente excluir la indemnización en los casos de dolo causal y ofrecerla, en cambio, en los de dolo incidental y dolo de tercero, ya que la anulación no repara todos los daños que pueden ser indemnizables».* Como atinadamente observa DE VERDA, cuando el contrato se encuentra afectado por dolo causam dans, la acción de nulidad tutela la libertad en la formación de la voluntad de los contratantes, con independencia de que el deceptus no haya soportado ningún perjuicio. El efecto de lo preceptuado en el artículo 1303 de nuestro vigente Código Civil, por consiguiente, no se halla configurado con el designio de indemnizar in natura al perjudicado, sino con el de reponer las cosas a su estado originario.” Véase SSTs de 24 de abril de 2009, de 5 de mayo de 2009, de 5 de marzo de 2010.

¹⁴⁹² MORALES MORENO, Antonio. «Artículos 1269 y 1270». ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios...*ob. cit. DELGADO ECHEVARRÍA, Jesús; PARRA LUCÁN, María Ángeles. «Comentario a la STS de 5 de marzo de 2010». En *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 86/2011.

¹⁴⁹³ OLMO GARCÍA, Pedro del. «Responsabilidad por daño puramente económico causado al usuario de informaciones falsas». En *Anuario de Derecho Civil*, vol. 54, n. 1, 2001, págs. 257-267. En este sentido véase CUADRADO PÉREZ, Carlos. La responsabilidad...ob. cit. pág. 3009, que señala: *“En nuestra opinión, no existe ningún obstáculo insalvable, desde el punto de vista conceptual y de lógica jurídica, que vede a quien sufrió el error exigir conjuntamente la anulación del contrato y un eventual resarcimiento de daños y perjuicios, en las hipótesis en las que tal vicio tuviera su génesis en una actitud descuidada o negligente de la otra parte. A esta conclusión nos ha de llevar, incluso en la actualidad, la plenamente vigente configuración en sentido objetivo de la bona fides in contrahendo. Que el error puede dar lugar no solo a la anulación del contrato, sino también a un complementario deber de resarcimiento, nos parece evidente en la Propuesta de Modernización, salvo en el caso del «error común» contemplado*

Por otro lado, nos planteamos se sería posible invocar el art. 1306.2 C.c. que deduce que cuando la causa torpe *“esté de parte de un solo contratante, no podrá éste repetir lo que hubiese dado a virtud del contrato, ni pedir el cumplimiento de lo que se le hubiera ofrecido”*¹⁴⁹⁴

Si bien a priori, en caso de nulidad, el banco debería devolver lo recibido del cliente, y el cliente a su vez, restituir al banco las liquidaciones positivas abonadas, más los intereses legales, en el caso de aplicar la previsión anterior, el cliente no deberá restituir cantidad alguna pues *nemo auditur propriam turpitudinem allegans* (artículo 1275 en relación con los arts. 1305 y 1306 C.c.).

Sin embargo dicho razonamiento resulta discutible habida cuenta que la causa torpe se predica de los contratos con objeto o causa ilícita, que no sean susceptibles de ser tipificados como infracción penal¹⁴⁹⁵, siendo así que la doctrina concibe el supuesto del art. 1306 como de nulidad radical o inexistencia¹⁴⁹⁶, lo que nos aleja del supuesto estudiado.

en el programado artículo 1298.1. 3º [por otra parte, esta es la solución adoptada, tal y como hemos indicado, en los artículos 4:103(1) (a) (iii) y 4:117(1) PECL y II.-7:214 DCFR].” GÁLVEZ PASCUAL, Josep. La protección...ob. cit., págs. 36 y 37. Afirma que “Así, puede coincidirse con ABDALA (ABDALA, Martín Eugenio. «Las obligaciones de los bancos e intermediarios de inversión de informar y asesorar a sus clientes y las responsabilidades emergentes de su inobservancia, un análisis desde la óptica de la doctrina y la jurisprudencia alemana». En Revista de Derecho Bancario y Bursátil, nº. 78, 2000, pág. 145-166) que el reconocimiento por Juzgados y Tribunales de esta responsabilidad resarcitoria tiene además un efecto sancionatorio de carácter educativo ya que incentiva a las instituciones e intermediarios financieros a organizar y adecuar sus estructuras a fin de lograr una correcta prestación de los servicios de intermediación en la comercialización de productos y servicios bancarios y financieros que precisen de una completa prestación información y asesoramiento a sus clientes. En el mismo sentido contemplar los intereses legales se manifiesta la sentencia del Juzgado de Primera Instancia Nº. 5 de Ourense, de 7 de octubre de 2010 (PROV 2011, 94482).

¹⁴⁹⁴ Continúa su tenor señalando que *“El otro, que fuera extraño a la causa torpe, podrá reclamar lo que hubiera dado, sin obligación de cumplir lo que hubiera ofrecido.”*

¹⁴⁹⁵ STS de 2 de febrero de 2012.

¹⁴⁹⁶ Así DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. A propósito...ob. cit., pág. 27. Como afirma O’CALLAGHAN el supuesto del artículo *“no es un tema de anulabilidad, sino de inexistencia del contrato, o en su caso de nulidad.”* O’CALLAGHAN MUÑOZ, Xavier. *Código Civil comentado y con Jurisprudencia*. Madrid: La Ley, 3ª ed., 2012, 2292 p. Así la SAP Pontevedra (secc. 6ª) núm. 243/2013 de 9 de abril

Creemos por tanto que se deduce la aplicación del art. 1303, siendo la restitución del precio con sus intereses¹⁴⁹⁷ la consecuencia lógica en aras a evitar el enriquecimiento injusto¹⁴⁹⁸, buscándose que las partes afectadas ostenten la situación personal y patrimonial previa al efecto invalidador¹⁴⁹⁹.

Esta acción producirá efectos respecto de los terceros adquirentes, excepto en los supuestos consignados en el art. 34 LH y 464.1 C.c.

Por lo que respecta al instituto de la confirmación, es necesario recordar el tenor del art. 1309 del C.c.: *“La acción de nulidad queda extinguida desde el momento en que el contrato haya sido confirmado válidamente”*.

En sede de swap, se discute, si la aceptación de las liquidaciones cuando son positivas y la ulterior impugnación del contrato cuando aquellas son negativas, supone un ejemplo de *“venire contra factum proprium”* que contrario a la doctrina

señala que la invocación de la regla 2ª del art. 1306 C.c., *confunde el origen de la nulidad, porque la sentencia de instancia anula el contrato como consecuencia de un vicio del consentimiento originado por una maquinación insidiosa que indujo a los demandantes a su celebración; se trata de la provocación engañosa del consentimiento a que se refiere el artículo 1.269 del Código Civil (el dolo in contrahendo basado en una información deliberadamente incompleta, que provoca en la otra parte error sobre el verdadero contenido o alcance del contrato y así es inducida a contratar), lo que es distinto a la nulidad derivada de la ilicitud de la causa –entiéndase, causa del contrato, no causa de la nulidad del contrato, que la recurrente confunde–*. CABA TENA. El contrato...ob. cit.

¹⁴⁹⁷ Sobre cuándo de devengan los intereses existen ciertas discrepancias. Así, se puede decir que como regla los intereses se devengarán desde la fecha del pago (SSTS de 12 de noviembre de 1996 y 11 de febrero de 2003). No obstante, señala la sentencia del Juzgado de Primera Instancia N°. 5 de Ourense, de 7 de octubre de 2010 que «debe decretarse la nulidad de los dos contratos de permuta financiera litigiosos, con recíproca restitución de las prestaciones de las partes, es decir, la anulación de los cargos y abonos efectuados por razón del contrato en la cuenta asociada, de manera que la demandante no devenga en acreedora ni deudora, y sobre el saldo acreedor favorable a la parte actora, procede aplicar el interés legal, conforme al art. 1.100, 1.101 y 1.108 CC- No obstante, y por lo que respecta a los intereses legales, se indica que se calcularán, (...) no desde la suscripción del contrato como se solicita, sino desde la interposición de la demanda, habida cuenta de las especiales circunstancias del caso analizado, lo que implica la estimación sustancial de la demanda».

¹⁴⁹⁸ SAP de Asturias (secc. 4ª) núm. 142/2013 de 2 de mayo.

¹⁴⁹⁹ SSTS de 11 de febrero de 2003 ó de 22 de abril de 2005.

jurisprudencial¹⁵⁰⁰ debería convalidar el hipotético error que hubiera viciado el consentimiento¹⁵⁰¹ a tenor del art. 1311 C.c.¹⁵⁰².

Interesa destacar que la mayoría de la jurisprudencia concibe el comportamiento del cliente como lógico¹⁵⁰³, al no alcanzar a percibir el error en que ha incurrido, hasta

¹⁵⁰⁰ Así STS de 23 de noviembre de 2004.

¹⁵⁰¹ GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad...* ob. cit., p. 52.

¹⁵⁰² Esta confirmación puede ser expresa o tácita, entendiéndose que *hay confirmación tácita cuando, con conocimiento de la causa de nulidad y habiendo ésta cesado, el que tuviese derecho a invocarla ejecutase un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciarlo.*

¹⁵⁰³ Así la STS 535/2015, de 15 de octubre indica que *“De acuerdo con la narración de hechos fijada en la instancia la demandante fue consciente del error cuando comenzaron las liquidaciones negativas por cantidades muy importantes, a partir de octubre de 2007, por lo que no hubo confirmación del negocio, ni expresa ni tácita”*. La SAP de Barcelona, secc. 13ª, núm. 216/2014, de 7 de mayo señala que *“En el presente caso, tal acto inequívoco no se ha producido, pues la percepción de cantidades a favor por las demandantes podía ser explicada en razón a otros motivos distintos de la comprensión de lo contratado, mientras que es lógico que surgiera la reclamación cuando el saldo fue negativo, momento en que se apercibieron del alcance del contrato suscrito. En este mismo sentido, se ha pronunciado las SSAP de Oviedo sec. 4ª de 22 de febrero del 2011, León sec. 1ª de 28 de mayo de 2012 y Badajoz sec. 2º 24 de mayo de 2012, indicando en palabras de la primera que: “el que cuestionen la validez del contrato a partir del momento en el que los saldos comienzan a ser negativos no supone la convalidación por el comportamiento anterior, pues es sólo entonces cuando alcanza a comprender el error sufrido, más aún si se tiene en cuenta que sólo en ese momento conoce el elevado coste que le supone la cancelación anticipada de esos productos, y que hasta entonces ignora al no haber sido informado con un mínimo de precisión”*. Igualmente la SAP de Girona, secc. 1ª, núm. 110/2013, de 18 de marzo indica que *“el hecho acreditado que el actor hubiera venido abonando las liquidaciones negativas durante tan largo periodo de tiempo (como dice la misma sentencia no podía dejar de pagar las liquidaciones ya que en ello le hubiera supuesto pasar al registro de morosos de la ASNEF por impago con el consiguiente perjuicio económico para la empresa) ni permite la aplicación de la doctrina de los actos propios ni en consecuencia comporta la convalidación o confirmación de un acto anulable. En esta Sala se ha pronunciado en este sentido en diversas resoluciones (rollo 526/2012 de fecha 07/12/2012; rollo 453/2011, de fecha 28/11/2011). Para que a tales actos pudiera reconocérsele esa transcendencia, deberían haber sido realizados por el demandante con conocimiento del error en que habían incurrido (art. 1311 del Código Civil), o revelar inequívocamente su voluntad consciente en el sentido de dar validez a lo realizado, de nada de lo cual existe constancia.”* Vid. también BAZ BARRIOS, Sergio. La problemática...ob. cit., págs. 472 y ss. Invoca el autor la SAP de Asturias, secc. 5ª, de 23 de julio de 2010 que señala que *“por el hecho de recibir unas liquidaciones positivas por parte de la entidad financiera en la cuenta corriente del cliente, no se está realizando voluntariamente ningún acto volitivo que suponga indudable o inequívocamente la decisión de renunciar al ejercicio de la acción de nulidad, toda vez que para poder tener voluntad de renunciar a la acción de nulidad derivada de error consensual, es preciso tener conocimiento claro y preciso del alcance de dicho error, lo cual no se ha producido en el momento de recibir las liquidaciones positivas, pues el cliente piensa que el contrato por el que se garantizaba que no le subirían los tipos de interés, está desplegando sus efectos reales y esperados, y por lo tanto no es consciente del error padecido en ese momento”*. Véase SAP de León, secc. 1.ª, de 13 de junio de 2013. La SAP Badajoz, Secc. 2.ª, de 24 de mayo de 2012, hace especial hincapié en el

constatar las consecuencias negativas que supone la ejecución del contrato suscrito¹⁵⁰⁴. Pues incluso el abono prolongado de liquidaciones negativas tampoco es indiciaria de convalidación máxime cuando *“es también a partir de ese instante cuando, en la generalidad de los casos, advierten el elevado coste que supone proceder a su cancelación anticipada. (...) en este caso no existe ningún acto que inequívocamente revele la voluntad de la actora de renunciar a la acción de nulidad y confirmar el contrato una vez que adquirió conocimiento del vicio invalidante, es decir del error padecido”*¹⁵⁰⁵. Como alega la SAP de Pontevedra, secc. 6ª, núm. 430/2015, de 14 de septiembre *“la confirmación exige ineludiblemente una actividad libre y consciente, con*

momento en que el afectado conozca indefectiblemente la causa de nulidad, de modo que, si no se conoce la causa de nulidad hasta que se produce una liquidación negativa y de cuantía elevada que evidencie un desequilibrio en las prestaciones de las partes, no es hasta ese momento que debe analizarse la conducta del afectado. JUAN GÓMEZ, Mateo. «Los efectos del tiempo en la acción de nulidad dirigida frente a contratos bancarios». En *Diario La Ley*, n.º 8255, sección Doctrina, 20 de febrero de 2014, p. 5. En contra de la opinión dominante algunos pronunciamientos se manifiestan a favor de las cualidades subsanatorias de la aceptación de liquidaciones positivas de permutas financieras como por ejemplo SAP de Cádiz, secc. 8.ª, de 3 de octubre de 2012, SJPI, núm. 1 de Torreveja, de 7 de diciembre de 2011 o la SJPI, núm. 39 de Barcelona, de 12 de noviembre de 2010. En contra de esa tesis SAP de León, secc. 1.ª, de 13 de junio de 2013, SAP de Badajoz, secc. 2.ª, de 24 de mayo de 2012. Vid. JUAN GÓMEZ, Mateo. Los efectos...ob. cit.

¹⁵⁰⁴ RODRÍGUEZ SIERRA, Cristina. Presentación...ob. cit., pág. 2. Véase también CABA TENA, Antonio. El contrato...ob. cit. Así la SAP Valladolid (secc. 3ª) núm. 173/2011 de 24 de mayo, con respecto a la cancelación anticipada del swap, sostiene que no es obstáculo a la pretensión del actor, el no ofrecer disconformidad durante los primeros años de vigencia del contrato, dado que sólo en el instante en que los saldos empiezan a ser negativos, alcanza éste a comprender el error sufrido. En la misma línea SAP Asturias (secc. 4ª) núm. 343/2011 de 5 de octubre, SAP Asturias (secc. 7ª) núm. 396/2012 de 26 de julio que indica que «saliendo al paso de las alegaciones que hace el banco apelante, que el hecho de que la demandante haya impugnado la validez del contrato tras haber empezado a recibir liquidaciones negativas, no debe interpretarse como una confirmación del contrato, como pretende la parte apelante, pues es evidente que la demandante, mientras recibió liquidaciones positivas, estuvo en la confianza de haber contratado una especie de seguro, debido a la escasa e incompleta información recibida, y fue solo cuando empezó a recibir de forma continuada las liquidaciones negativas cuando cayó en la cuenta de que no había contratado tal clase de producto, sino uno mucho más complejo, en cuyo comportamiento incidía, además de forma muy negativa para el cliente la cláusula suelo que contenía el préstamo (subyacente al swap), por lo que no se le podía exigir que hubiese impugnado antes el contrato, ni se puede entender que ejecutase acto alguno que supusiese asunción de la validez del contrato con conocimiento cabal de la causa de la nulidad». En idéntico sentido SAP Granada (secc. 3ª) núm. 358/2012 de 20 de julio, SAP Tenerife (secc. 4ª) núm. 135/2012 de 30 de marzo; la SAP Islas Baleares (secc. 3ª) núm. 471/2012 de 17 de octubre y la SAP Santa Cruz de Tenerife (secc. 3ª) núm. 203/2013 de 4 de junio, entre otras muchas.

¹⁵⁰⁵ Vid. SAP de Girona, secc. 1ª, núm. 110/2013, de 18 de marzo.

ánimo o voluntad convalidante (sentencias del Tribunal Supremo de 6 noviembre 1948 y 12 noviembre 1996), que no puede deducirse de la actitud pasiva respecto a recepción de intereses.” Y tal y como veremos posteriormente a propósito de la caducidad de la acción de nulidad, dicha tesis es coherente con la consideración del momento en que debe empezar a computarse dicho plazo de caducidad¹⁵⁰⁶. Existe además abundante jurisprudencia que niega a la cancelación anticipada del contrato de permuta financiera de tipos de interés la naturaleza de acto confirmatorio¹⁵⁰⁷.

Conviene con ello recordar que la convalidación, sea expresa o tácita requiere la concurrencia de tres elementos para ser factible: la presencia de un acto que implique necesariamente la voluntad de renunciar a la acción de nulidad¹⁵⁰⁸, que la causa que motiva la impugnación haya cesado¹⁵⁰⁹ y que la confirmación se produzca

¹⁵⁰⁶ *“Por tanto, observamos como el error padecido en la contratación no se «purifica» por el hecho de que nada se reclamase previamente o se mantuviese la vigencia del contrato mientras este cumplía las expectativas prometidas y ello es así, porque es precisamente la aparición de las pérdidas o el conocimiento de la insolvencia del emisor los que hacen «caer en la cuenta» del error padecido”.* VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit.

¹⁵⁰⁷ SSAP A Coruña, núm. 242/2015, de 16 de julio, A Coruña de 29 noviembre de 2012, Asturias de 11 octubre de 2013, Madrid de 7 julio de 2014 y Córdoba de 15 septiembre de 2014.

¹⁵⁰⁸ Así la SAP de Palma de Mallorca, secc. 3ª, núm. 256/2015, de 5 de octubre como actos inequívocos alude al *“cumplimiento del contrato, constitución de garantías, recepción o reclamación de la prestación de la otra parte, etc. (Sentencias del Tribunal Supremo de 27 de octubre de 1.980, 4 de julio de 1951, 15 de febrero de 1.995, 12 de noviembre de 1.996, 21 de julio de 1997).”* Vid. SAP de Madrid, secc. 13ª, núm. 140/2014, de 21 de abril o la SAP de Barcelona, secc. 13ª, núm. 216/2014, de 7 de mayo. Señala esta última que *“En el presente caso, tal acto inequívoco no se ha producido, pues la percepción de cantidades a favor por las demandantes podía ser explicada en razón a otros motivos distintos de la comprensión de lo contratado, mientras que es lógico que surgiera la reclamación cuando el saldo fue negativo, momento en que se apercibieron del alcance del contrato suscrito. En este mismo sentido, se ha pronunciado las SSAP de Oviedo sec. 4ª de 22 de febrero del 2011, León sec. 1ª de 28 de mayo de 2012 y Badajoz sec. 2º 24 de mayo de 2012, indicando en palabras de la primera que: “el que cuestionen la validez del contrato a partir del momento en el que los saldos comienzan a ser negativos no supone la convalidación por el comportamiento anterior, pues es sólo entonces cuando alcanza a comprender el error sufrido, más aún si se tiene en cuenta que sólo en ese momento conoce el elevado coste que le supone la cancelación anticipada de esos productos, y que hasta entonces ignora al no haber sido informado con un mínimo de precisión”.*

¹⁵⁰⁹ De este modo la SAP de Palma de Mallorca, secc. 3ª, núm. 256/2015, de 5 de octubre rechaza que *“los supuestos actos de confirmación tácita -cancelación anticipada- se produjeron cuando el contrato se hallaba afectado por la causa de nulidad, o error vicio del consentimiento, por lo que no pueden tener efecto alguno sanatorio del contrato”.* Igualmente la SAP de Pontevedra, secc. 6ª, núm. 430/2015, de 14

por hechos posteriores a su celebración. Como indica la STS 535/2015, de 15 de octubre *“Habiéndose ejercitado la acción de anulación del tercer contrato de swap celebrado entre las partes, la celebración de dos contratos anteriores no puede constituir una confirmación tácita del tercer contrato, por cuanto que tales contratos son anteriores en el tiempo.”* Es más *“Tampoco puede considerarse que constituya una confirmación del contrato anulable el hecho de que en el mismo se contuviera una mención predispuesta en la que se decía que «las partes manifiestan conocer y aceptar los riesgos inherentes o que puedan derivarse de la realización de esta Operación». No se trata de un hecho posterior realizado cuando el vicio de la voluntad ha desaparecido y con conocimiento de este”*. En resumen (SSTS de 10 de noviembre de 2015 y de 4 y 9 de diciembre de 2015), *“Esta Sala ha declarado que, como regla general, ni la percepción de liquidaciones positivas, ni los pagos de saldos negativos, ni la cancelación anticipada del contrato, ni la tardanza en reclamar, ni incluso el encadenamiento de diversos contratos, pueden ser considerados actos convalidantes del negocio genéticamente viciado por error en el consentimiento, ya que los mismos no constituyen actos inequívocos de la voluntad tácita de convalidación o confirmación del contrato.”*

De lo dicho se desprende que la doctrina de los actos propios y el art. 1311 C.c., no deben ser objeto de aplicación en los casos de error¹⁵¹⁰.

de septiembre indica que *“la segunda suscripción (que alude a un segundo contrato) no puede interpretarse como acto propio vinculante o como confirmación tácita del contrato, cuando se ignora todavía la causa de nulidad, en cuanto que el vicio del consentimiento continúa vigente.”*

¹⁵¹⁰ Señala en efecto la SAP de Barcelona, secc. 13ª, núm. 216/2014, de 7 de mayo que *“Es más aquí, como en situación próxima a la enjuiciada reconoce la SAP Sec.4ª Tenerife de 30 de marzo de 2012 no hay “actos propios”, sino una reacción, acudiendo a la reclamación inicial y a la vía judicial después, que se produce cuando el cliente es consciente de la realidad, que no se le expuso en el momento de suscribir el contrato.”* Destaca por el contrario JUAN GÓMEZ la factibilidad de la confirmación tácita en los casos de actos inequívocos de cumplimiento del contrato señalando como supuestos la falta de acción y consiguiente ejecución del contrato (SAP de Madrid, de 13 de enero de 2009), la resolución por parte del posterior demandante (SAP de las Palmas de 2 de octubre del 2008), la suscripción de un derivado por un menor que no muestra su disconformidad una vez asumida la mayoría de edad, o la novación del contrato transcurrido un tiempo desde la firma del derivado (STS de 3 de marzo de 2006 y SAP de Toledo de 2 de mayo de 2007), o la cancelación anticipada del producto

Manifestación de dicho criterio es la doctrina que sustenta el Supremo¹⁵¹¹, en la Sentencia 756/2015, de 26 de febrero al afirma que *“el hecho de que el contrato llevara ejecutándose un año cuando se interpuso la demanda es irrelevante atendida la doctrina que ha quedado expuesta, pues el banco recurrente no alega, ni se recoge en la sentencia recurrida, hecho alguno acaecido durante ese año de ejecución del contrato que hubiera podido tener efectos enervantes del error padecido en el momento de la contratación sobre un elemento esencial del mismo como es el verdadero riesgo asumido.”*

Distinto sería el supuesto en que el cliente, tras advertir la verdadera naturaleza del contrato suscrito, conviniera la cancelación del contrato con la entidad de mutuo acuerdo, y tratase después de interponer demanda para solicitar la nulidad del contrato ya cancelado¹⁵¹².

(SAP de Navarra, secc. 1.ª de 20 de febrero de 2013, SAP de Castellón, secc. 3.ª, de 22 de octubre de 2012). Si bien en contra se la cancelación anticipada como criterio de confirmación se pronuncia la SAP de Madrid, secc. 10.ª de 14 de noviembre de 2012, al afirmar que «frente a lo alegado en el recurso, no puede apreciarse "confirmación" alguna del contrato a través de la resolución, pues se trata de actuaciones opuestas. No existe un acto de aceptación expresa que sane el vicio del consentimiento y ratifique el contrato a pesar del mismo sino todo lo contrario». Es de ver que la postura es radicalmente opuesta a las anteriormente citadas. A tales efectos indica que *“Otra potencial manifestación tácita de la renuncia a reclamar la anulabilidad del negocio por vicios en el consentimiento, sería la contratación posterior de otro producto de similares características. Piénsese en un inversor que contrata, a través de un consentimiento viciado, una permuta financiera de tipos de interés desde una dimensión puramente especulativa. Si una vez que se ha disipado el error padecido y toma conciencia de la operativa real del negocio jurídico, decide libremente contratar otro swap idéntico o muy similar, atendiendo a las circunstancias del caso tal actuación pudiera interpretarse como una bendición ex post del negocio concertado”*. JUAN GÓMEZ, Mateo. Los efectos...ob. cit., pág. 5. Véase igualmente MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., pág. 1516 que señala al efecto que *“parece que el posicionamiento más acertado es considerar que la confirmación tácita podría aplicarse a estos procesos cuando hay unos actos inequívocos de cumplimiento del contrato como su cancelación de mutuo acuerdo, la suscripción de contratos posteriores similares y sobre todo el transcurso de años de ejecución. Máxime cuando se han producido liquidaciones negativas y se han pagado costes de cancelación sin que se pueda acreditar queja alguna al respecto.”*

¹⁵¹¹ Vid. SSTs 10 de septiembre de 2014, de 12 de enero de 2015 y de 26 de febrero de 2015.

¹⁵¹² Véase SAP de Castellón, de 22 de octubre de 2012, SAP de Las Palmas, de 26 de septiembre de 2012.

Por último interesa manifestar que si la nulidad afectase a ciertas cláusulas del contrato¹⁵¹³ el efecto de la nulidad se circunscribirá a las mismas, a menos que aquel no pueda subsistir sin aquellas¹⁵¹⁴.

7. Prescripción y caducidad del swap.

La eficacia de los contratos se proyecta en el tiempo, desde el momento de entrada en vigor hasta su fin o extinción.

La prescripción, como instituto se fundamenta en la salvaguardia del principio de seguridad jurídica¹⁵¹⁵, en defecto de previsión especial, se rige por las normas contenidas en el Código de comercio (artículos 942 a 954 del C. de c.), completadas con las normas contenidas en el C.c. (artículos 1961a 1975 del C.c.).

De este modo (por remisión del art. 943 C. de c.) aplicaremos los términos contenidos en el Código civil, y el art. 944 del C. de c. en lo relativo a la interrupción de la prescripción.

Siendo la acción de nulidad la más común de las vías judiciales usadas, debemos plantearnos cuál es el lapso de tiempo que debe transcurrir para que la acción de nulidad del swap se extinga, y si nos hallamos ante un caso de prescripción o caducidad.

Así nuestro Código civil fija en materia de nulidad un plazo de cuatro años ex art 1301 C.c.

¹⁵¹³ Como por ejemplo a la cláusula referida al coste de cancelación.

¹⁵¹⁴ Véase Sentencia del Juzgado de lo Mercantil n.º 1 de las Palmas de Gran Canaria de 9 de mayo de 2011.

¹⁵¹⁵ RODRÍGUEZ LÓPEZ, Concha. «La interrupción extrajudicial de la prescripción extintiva». En *Práctica de tribunales: revista de derecho procesal civil y mercantil*, n.º 31, 2006, págs. 27-40.

Este precepto no debe llamarnos al error de considerar que la acción de nulidad radical está sujeta plazo, pues debe ser tratado conjuntamente con el art. 1300 del C.c. que alude a la anulabilidad¹⁵¹⁶, y que nos lleva a concluir que es la anulabilidad del contrato la que está sujeta al término de cuatro años, no así la nulidad radical que es definitiva y no puede sanarse por el paso del tiempo.

En cuanto al *diez a quo* rigen los términos del art. 1301 del C.c.¹⁵¹⁷.

Siendo el error y el dolo la causa de alegación más habitual de nulidad de los SWAPS, conviene elucidar el concepto de consumación, y donde resulta a nuestro entendimiento esclarecedora la STS 769/2014, de 12 de enero de 2015 que señala: *“no puede confundirse la consumación del contrato a que hace mención el art. 1301 del Código Civil, con la perfección del mismo. Así lo declara la sentencia de esta Sala núm. 569/2003, de 11 de junio, que mantiene la doctrina de sentencias anteriores, conforme*

¹⁵¹⁶ Así a tenor de la STS de 22 de febrero de 2007 « La literalidad del art. 1301 CC podría llevar a un lector profano a considerar que la acción de nulidad caduca a los cuatro años; tanto la jurisprudencia como la doctrina coinciden unánimemente en interpretar que el art. 1301 CC se aplica a la anulabilidad y no a la nulidad, que es definitiva y no puede sanarse por el paso del tiempo, habiendo declarado la sentencia de 4 de noviembre de 1996, que «la nulidad es perpetua e insubsanable; el contrato viciado de nulidad absoluta en ningún caso podrá ser objeto de confirmación ni de prescripción». Para un estudio más dedicado de la materia véase JUAN GÓMEZ, Mateo. Los efectos...ob. cit.

¹⁵¹⁷ Señala su tenor que: *“Este tiempo empezará a correr: En los casos de intimidación o violencia, desde el día en que éstas hubiesen cesado. En los de error, o dolo, o falsedad de la causa, desde la consumación del contrato. Cuando la acción se refiera a los contratos celebrados por los menores o incapacitados, desde que salieren de tutela. Si la acción se dirigiese a invalidar actos o contratos realizados por uno de los cónyuges sin consentimiento del otro, cuando este consentimiento fuere necesario, desde el día de la disolución de la sociedad conyugal o del matrimonio salvo que antes hubiere tenido conocimiento suficiente de dicho acto o contrato.”* Como indica JUAN GÓMEZ, “En este punto la acción de nulidad (anulabilidad) presenta peculiaridades frente al resto de acciones civiles. Así, mientras el art. 1969 CC predica con carácter general la teoría de la *actio nata* o posibilidad abstracta de ejercicio del derecho —lo que exige, entre otras cosas, que se conozca cumplidamente la existencia, contenido, alcance y efectos del derecho—; el art. 1301 distingue diferentes puntos de partida para la acción de nulidad, atendiendo a los fundamentos de la misma (...).” JUAN GÓMEZ, Mateo. Los efectos...ob. cit., pág. 3. Recordemos brevemente que para el cómputo de los plazos de prescripción ha de estarse a las reglas generales contenidas en el artículo 5 C.c. Ex art 1.960 *“el día en que comienza la prescripción se tiene por entero, pero el último ha de contarse en su totalidad.”* Iniciado el plazo de prescripción, puede éste ser objeto de determinadas vicisitudes que afecten a la continuidad del mismo: suspensión (*praescriptio dormit*) e interrupción, siendo esta última regulada por el art. 944 del C. de c.

a las cuales la consumación del contrato tiene lugar cuando se produce «la realización de todas las obligaciones» (sentencias de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 24 de junio de 1897, 20 de febrero de 1928 y 11 de julio de 1984), «cuando están completamente cumplidas las prestaciones de ambas partes» (sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 27 de marzo de 1989) o cuando «se hayan consumado en la integridad de los vínculos obligacionales que generó» (sentencia de la Sala 1ª del Tribunal Supremo de 5 de mayo de 1983)».

Esto es: en el momento de perfección de contrato, que es cuando se da el concurso de voluntades, no es posible determinar que se ha producido un error, debiéndose esperar a la consumación del mismo a efectos de concretar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación por error o dolo.

El momento de consumación, presenta sin embargo peculiaridades en el ámbito de los contratos de tracto sucesivo, como al efecto lo es el swap. En este sentido, la mayoría de los pronunciamientos jurisprudenciales pretéritos abogaba por considerar que el cómputo se iniciaba desde que el contrato ha desplegado todos sus efectos¹⁵¹⁸, lo cual no escapa a mi juicio de ciertos problemas causados por los swaps de larga duración, y donde el ejercicio tardío de la acción difícilmente sustentaría un error

¹⁵¹⁸ “Sentada esta premisa, afirma la sentencia referida que (aludiendo a la STS de 12 de enero de 2015), en materia de contratación bancaria, no puede entenderse sin más que la consumación del contrato se produce con la contratación y que a esa fecha ha de estarse para computar los plazos de caducidad; así, se parte del tradicional criterio de la *actio nata* (que también se recoge en los actuales principios generales del Derecho europeo de contratos), según el cual, el cómputo para el ejercicio de la acción ha de comenzar cuando se tiene cabal conocimiento de la causa motivadora de la acción (en nuestro caso, cuando se descubre el error en que se ha incurrido). Dicha sentencia señala en su tenor que “en definitiva, no puede privarse de la acción a quien no ha podido ejercitarla por causa que no le es imputable, como es el desconocimiento de los elementos determinantes de la existencia del error en el consentimiento. Por ello, en relaciones contractuales complejas como son con frecuencia las derivadas de contratos bancarios, financieros o de inversión, la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo”. VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación...ob. cit. Véase también SSAP de Asturias, Sección 5.ª, de 23 de julio de 2010; de Asturias, Sección 4.ª, de 7 de noviembre de 2011; de Álava, Sección 1.ª, de 11 de mayo de 2012.

inexcusable¹⁵¹⁹. Pero en tales casos, quizás lo que se produciría sería el rechazo de la acción de nulidad no tanto por caducidad de la acción como por falta de prueba de la existencia de un error inexcusable.

Por todo ello la Sentencia de 12 de enero de 2015, va más allá, al afirmar que siendo el SWAP un contrato de tracto sucesivo, deberemos estar al vencimiento de la

¹⁵¹⁹ En ese sentido, parece que podría ser aplicable lo sostenido por las SSAP de Badajoz, Sección 2.ª, de 26 julio de 2011; de Vizcaya, Sección 3.ª, de 30 de septiembre de 2011, o de Santa Cruz de Tenerife, Sección 3.ª, de 10 de abril de 2012, en las que se considera que el plazo de caducidad comienza a computar en la fecha de celebración del contrato. Así, la SAP de Badajoz, Sección 2.ª, de 26 julio de 2011, ilustrativamente señala resolviendo un litigio no relacionado con swaps: «*Nos encontramos ante dos contratos de suscripción de participaciones. En el presente caso la consumación de los contratos coincide plenamente con la fecha de la suscripción. No puede ser de otra manera porque en otro caso nunca podría caducar la acción de nulidad de los mismos. Si los contratos no responden a las expectativas puestas por los adquirentes en la adquisición de las participaciones, y se entendiera que tal cosa se debe a un incumplimiento por parte de la vendedora del producto financiero, llegaríamos en tal caso al artículo 1124 del Código Civil. Si existe error o dolo es algo que debe detectarse con anterioridad. En esos cuatro años que contempla el artículo 1301 del Código Civil existe ya tiempo suficiente como para apreciar si existen divergencias entre el resultado real y lo convenido, que es la esencia del error o del dolo. Fuera de este periodo de vigencia de la acción de nulidad, y más allá de esos cuatro años, ya solo cabe hablar de incumplimiento contractual, no de cosa diferente*». Este criterio ha sido aplicado a una controversia de swap por la SAP de Cádiz, Sección 8.ª, de 3 de octubre de 2012, que al respecto comenta: *Entendemos, por tanto, que se ha de estar a cada caso en concreto. Por ello, dadas las particularidades del contrato concertado, cabría plantearse la posibilidad de que estuviera caducada la acción de nulidad, dado el tiempo en que se concertó el contrato, existiendo al efecto sentencias de las audiencias que entienden que el cómputo se inicia en la fecha de celebración del contrato, si efectivamente entendemos que el contrato se consume en la fecha de celebración habría que declarar caducada la acción, debiéndose estimar el recurso sin entrar en el resto de consideraciones, este es el criterio de la sala pues desde luego que lo que no es de recibo es entender consumado el contrato cuando me perjudica y no cuando me beneficia*. En esa misma línea se han producido algunos pronunciamientos en la jurisprudencia menor, como las SSAP de Valencia, Sección 9.ª, de 13 de febrero de 2012 y de 27 de marzo de 2012, que directamente rechazaban entrar a conocer del asunto cuando el contrato ya se había extinguido de mutuo acuerdo o por vencimiento del plazo fijado. El anterior razonamiento parece especialmente aplicable cuando los aspectos negativos sobre los que recae el alegado error, como el riesgo de liquidaciones o costes de cancelación negativos, ya se han materializado previamente a la conclusión del contrato litigioso debido a una permuta financiera anterior. Lo cual sería una consecuencia de aplicar la doctrina contenida en las SSTs de 26 de diciembre de 1944, de 20 de noviembre de 1989 y de 29 de marzo de 1994, consistente en que no puede producirse un error sobre un aspecto ya conocido. En consonancia con lo anterior, y a pesar de la ausencia de respaldo jurisprudencial, parecería lógico concluir que el plazo de caducidad debería realmente iniciarse cuando los elementos respecto a los que se padece el alegado error se materializan con independencia de cuál es la fecha de perfección o de vencimiento del contrato. Lo cual en este tipo de litigios estará habitualmente relacionado con las liquidaciones o costes de cancelación negativos que haya podido sufrir el cliente. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., págs. 1486-1487.

operación¹⁵²⁰. Y dado que debemos interpretar el art. 1301 de conformidad con la realidad social del tiempo en que ha de ser aplicado atendiendo fundamentalmente al espíritu y finalidad de aquéllas ex art. 3 C.c., y en dicho espíritu se encontraba el cumplimiento del requisito tradicional de la “*actio nata*”, de ello se deduce que salvo expresa disposición en contrario, el plazo no puede computarse hasta ostentar un cabal y completo conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción¹⁵²¹. Pues, como afirma la sentencia citada: *“En definitiva, no puede privarse de la acción a quien no ha podido ejercitarla por causa que no le es imputable, como es el desconocimiento de los elementos determinantes de la existencia del error en el consentimiento. Por ello, en relaciones contractuales complejas como son con frecuencia las derivadas de contratos bancarios, financieros o de inversión, la consumación del contrato, a efectos de determinar el momento inicial del plazo de ejercicio de la acción de anulación del contrato por error o dolo, no puede quedar fijada antes de que el cliente haya podido tener conocimiento de la existencia de dicho error o dolo”*.

En el supuesto de que se accione la nulidad por incapacidad para contratar, es menester recordar que la demanda de nulidad radical no estará sujeta a plazo de prescripción alguno.

Si formado correctamente el consentimiento, la entidad bancaria con la que se contrate el swap, no hubiera cumplido con las obligaciones contractuales de información y asesoramiento, será posible el ejercicio de una acción de responsabilidad

¹⁵²⁰ “Y respecto de los contratos de tracto sucesivo, declara la citada sentencia núm. 569/2003: «Así en supuestos concretos de contratos de tracto sucesivo se ha manifestado la jurisprudencia de esta Sala; la sentencia de 24 de junio de 1897 afirmó que “el término para impugnar el consentimiento prestado por error en liquidaciones parciales de un préstamo no empieza a correr hasta que aquél ha sido satisfecho por completo”, y la sentencia de 20 de febrero de 1928 dijo que “la acción para pedir la nulidad por dolo de un contrato de sociedad no comienza a contarse hasta la consumación del contrato, o sea hasta que transcurra el plazo durante el cual se concertó”».

¹⁵²¹ Así VÁZQUEZ GARCÍA, David. Contratación... afirma que el “cómputo del plazo para el ejercicio de la acción ha de comenzar a contarse cuando se tiene cabal conocimiento de la causa motivadora de la acción (en estos casos, cuando se descubre el error en que se ha incurrido)”.

contractual ex arts. 1191 y ss. del C.c., además de en su caso instar la resolución del contrato con resarcimiento de daños y abono de intereses, de conformidad con el art. 1124 del C.c. En el caso de que se ejercite una acción de resolución contractual, dicha acción en defecto de plazo específico se rige por el plazo de prescripción del art. 1964 C.c. para las acciones personales (STS de 9 de septiembre de 2014).

Queda por dilucidar es si el plazo de cuatro años del art. 1301 C.c. es un plazo de prescripción o de caducidad, diferencia que no es baladí, habida cuenta las disparidades existentes entre una y otra figura¹⁵²².

La pugna doctrinal que desata esta cuestión se suscita por el silencio que el Código civil guarda sobre la institución, lo cual nos obliga a remitirnos a los criterios que la jurisprudencia y la doctrina ha sostenido sobre este particular.

Como destaca al efecto la SAP de Salamanca, de 19 de junio de 2013 el plazo de cuatro años fijado para el ejercicio de las acciones de nulidad relativa o anulabilidad no ha sido entendido en forma unánime como de caducidad¹⁵²³. Tal fue el caso de la STS de 27 de febrero de 1997¹⁵²⁴ que declaró que el plazo de cuatro años para el

¹⁵²² Como caracteres diferenciales entre prescripción y caducidad, recordemos que la caducidad puede establecerse por ley o por pacto, mientras que la prescripción sólo puede establecerse por ley. La caducidad puede ser estimada de oficio por los tribunales, mientras que la prescripción debe ser alegada por la parte interesada, dado el carácter de justicia rogada. A mayor abundamiento, la caducidad conlleva la fijación de un plazo para el ejercicio de derechos y acciones, tras el cual, dejan éstos de existir o como matiza CASTRO, no llevan a nacer. Por el contrario, la prescripción alude a las pretensiones que las partes pueden deducir, no así a los derechos que les afectan, en el plazo fijado. La caducidad afecta a derechos potestativos, otorgando seguridad jurídica, mientras que la prescripción promueve poner fin a la incertidumbre de los derechos. Véase el capítulo dedicado a la Caducidad en CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Temas de Derecho Civil*. Madrid: Rivadereyna, 1976, 185 p. También DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *La prescripción extintiva en el Código civil y en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*. Barcelona: Bosch, 1964, pp. 61-67 y RODRÍGUEZ MORATA, Federico A; ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios al Código Civil y Compilaciones forales. Tomo XXV. Vol. 1º, Artículos 1930 a 1960 del Código Civil*. Madrid: Edersa, 1978. JUAN GÓMEZ, Mateo. Los efectos...ob. cit.

¹⁵²³ Véase en este sentido la SJPI núm. 8 de Bilbao, de 10 de enero de 2011.

¹⁵²⁴ Que cita las de 25 de abril de 1960, de 28 de marzo de 1965, de 18 de octubre de 1974, de 27 de marzo de 1987, y de 27 de marzo de 1989.

ejercicio de la acción de nulidad era un plazo de prescripción y no de caducidad¹⁵²⁵. Pero no obstante, los posicionamientos discordantes del TS¹⁵²⁶, parece prevalecer la calificación de caducidad del plazo del art. 1301 C.c., como criterio más pertinente¹⁵²⁷.

La caducidad¹⁵²⁸, entraña la pérdida de un derecho, en el lapsus de tiempo fijado, sin posibilidad de interrupción y debida a las causas previstas por la ley o la voluntad contractual. Es por ello que debemos estar a los pactos concretos de las partes en la materia, como por ejemplo a propósito de las cláusulas que introduzcan opciones o facultades a los usuarios finales de los Swaps.

¹⁵²⁵ En el mismo sentido STS de 1 de febrero de 2002.

¹⁵²⁶ Véase SSTs de 27 de marzo de 1987, de 27 de marzo de 1989, de 27 de febrero de 1997 y de 1 de febrero de 2002. MARÍN NARROS, Héctor Daniel. Los principales...ob. cit., pág. 1485.

¹⁵²⁷ SSTs de 27 de octubre de 2004, de 5 de abril de 2006 y de 6 de septiembre de 2006. Señala esta última en su fundamento jurídico tercero que: *“Respecto del plazo de ejercicio, dice el art. 1301 del Código Civil que: “La acción de nulidad solo durará cuatro años”, precepto este que si en un primer momento se aplicaba a todas las nulidades incluidas las radicales, hoy existe plena conformidad en la doctrina y en la jurisprudencia que solo resulta aplicable a los supuestos de anulabilidad (SSTs de 13 de mayo de 1963 y 20 de noviembre de 1980). Pero lo más relevante y trascendente, con clara incidencia en el caso de autos, es si el referido plazo es un plazo de prescripción o de caducidad, porque los efectos que de ello pudieran derivarse son distintos. Al respecto, sin perjuicio de reconocer que la doctrina se encuentra dividida y que en la Jurisprudencia del TS encontramos algunas sentencias que se inclinan por considerarlo como de prescripción, ha de concluirse que la mayoría de la doctrina opina que el expresado plazo ha de calificarse como de caducidad apoyándose para ello en la propia literalidad del precepto comentado, al ser tal construcción la más acorde desde el punto de vista dogmático con la concepción de la acción de anulación como un derecho potestativo o de configuración jurídica, así como por razones de seguridad jurídica y de tráfico que demanda una clara y pronta definición de la situación jurídica. El TS en la actualidad parece definitivamente inclinarse por esta última posición en sentencias tales como las de 17 de febrero de 1966, 4 de abril de 1984, 17 de octubre de 1989 y 25 de julio de 1991.”* Opinión que comparten autores como Díez-Picazo y Ponce de León, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I. ob. cit., págs. 597 y ss. LASARTE ÁLVAREZ, Carlos. *Contratos. Principios de Derecho Civil*, T. III. Madrid: Marcial Pons, 2010, 13.ª ed., pág. 141.

¹⁵²⁸ Debemos recordar que la figura de la caducidad no se manifiesta en nuestras leyes como una institución claramente diferenciable de la prescripción, siendo la doctrina científica y la jurisprudencia la encargada de separar ambos conceptos. De este modo el TS, en sentencia de 26 de diciembre de 1970, señala que *«La caducidad de la acción es el fenómeno o instituto por el que, con el transcurso del tiempo que la ley o los particulares fijan para el ejercicio de un derecho, éste se extingue, quedando el interesado impedido para el cumplimiento del acto o ejercicio de la acción»*.

Por último, nos resta mencionar que choca la Estipulación 16.2ª del CMOF¹⁵²⁹ con la disposición del art. 1935 del C.c., que impide convertir un derecho prescriptible en imprescriptible¹⁵³⁰, pues supone una renuncia a la prescripción futura. Al ser un pacto contrario a una norma imperativa (art. 6.1. C.c.), entendemos que deviene inaplicable.

¹⁵²⁹ Art. 1935: “*El retraso por las Partes en el ejercicio de los derechos y acciones derivados del Contrato, no implicará de modo alguno, renuncia a tales derechos o acciones. El ejercicio singular o parcial de cualquier derecho o facultad no perjudicará la existencia y posterior ejercicio de tal derecho o facultad, ni cualquier otro previsto en el Contrato. Los referidos derechos o acciones, derivados del presente Contrato, no excluyen cualesquiera otros derechos o acciones que la legislación vigente pueda reconocer a las Partes, los cuales permanecerán inalterados*”.

¹⁵³⁰ Véase a tales efectos la opinión de VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera...*ob. cit., pág.163.

CONCLUSIONES

PRIMERA.- La concreción del concepto de swap de tipos de interés se ve oscurecido por el uso indistinto de términos no homogéneos por la práctica bancaria, si bien *motu proprio* podemos definir el swap de tipos de intereses, como el contrato por el que las partes acuerdan intercambiar flujos de intereses ligados a un importe nominal idéntico, pero tipos de referencia distintos, durante un periodo de tiempo establecido, y sin intercambio de nominal.

SEGUNDA.- Dos son las modalidades básicas de swaps de tipos de interés, que respectivamente pueden reputarse como genérica y no genérica: el *plain vanilla swap* y el *basis swap*. Los "*plain vanilla swaps*" son aquellos swaps donde se procede al intercambio de un flujo a tipo fijo a cambio de otro a tipo variable. Por su parte los "*basis swaps*", son aquellos swaps donde se intercambian dos flujos de intereses calculados a tipo variable, pero referenciados a bases distintas.

TERCERA.- El contrato de swap de tipos de interés es un contrato atípico, mercantil, principal y autónomo, bilateral y sinalagmático, consensual, oneroso, conmutativo, de tracto sucesivo, ejecución periódica, unidad de causa y no *intuitu personae*. Se trata de un instrumento financiero derivado ex art. 2.2. TRLMV y art. 4, sección C del Anexo 1 de la MiFID, con la consecuente aplicación de la normativa sobre contratación de instrumentos financieros derivados. Es además un instrumento OTC, cuya ejecución deberá no obstante verificarse en plataformas de negociación organizadas (Mercados Regulados, Sistemas Multilaterales de Negociación, y Sistemas Organizados de Contratación), en el caso de estar sujetos a obligación de compensación ex EMIR, y ser definidos como sujetos a obligación de negociación por ESMA, sobre cuya concreción existe un proyecto de Reglamento Delegado. Estamos ante un instrumento complejo ex art. 2 TRLMV, de modo tal que es necesario clasificar los productos, por riesgo, liquidez y complejidad con carácter previo a la

comercialización del mismo a clientes minoristas (art. 11 Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre de 2015).

CUARTA.- Si bien el TS viene negando el carácter sinalagmático del swap de tipos de interés, alegando que la falta de sinalagma funcional entraña que sólo surjan obligaciones para una de las partes, que no guardan relación causal con las que pudieran derivarse en el futuro para la otra, el carácter bilateral y sinalagmático es a nuestro juicio indiscutible. Siendo así, no debemos olvidar la distinción entre el contrato de swap y las distintas operaciones que lo integran, lo que ultima que el incumplimiento de una operación puede ser invocado como causa de resolución del contrato. De igual modo el cumplimiento simultáneo de prestaciones, no es nota que defina el sinalagma funcional, pues si bien la simultaneidad es un efecto natural de las obligaciones bilaterales, dicho efecto puede ser derogado por ley o contrato, o excluido por los usos o la propia naturaleza de la relación obligatoria. Además en los swaps de tipos de interés no existe necesariamente liquidación por diferencias, aunque sea lo más corriente en algunos de sus tipos, como el IRS.

QUINTA.- El swap de tipos de interés es un contrato consensual cuya perfección tiene lugar a través del mero consentimiento, siendo no obstante necesario el uso de un soporte duradero si la comercialización se realiza a distancia. Cuando nos encontremos con una negociación por cuenta propia de swaps por parte de una entidad financiera o de crédito con particulares o clientela minorista, se debe dar satisfacción a una serie de requisitos exigidos en el TRLMV y su normativa de desarrollo, en especial los dimanantes de los arts. 208 a 219 TRLMV, que imponen la necesidad de forma escrita, los arts. 75 y 76 RD 217/2008, de 15 de febrero, arts. 5 a 9 de la Orden EHA/1665/2010, de 11 de junio y el Capítulo III de la Circular 7/2011, de 12 de diciembre de la CNMV sobre folleto informativo de tarifas y contenido de los contratos-tipo.

SEXTA.- El SWAP de tipos de interés puede ser usado fundamentalmente para tres fines: arbitrar (arbitrage), especular (trading) y cubrirse de ciertos riesgos (hedging). La CAUSA del mismo (función económica del negocio) reside en la obtención de financiación en los términos más ventajosos posibles, utilizando para ello, la técnica del arbitraje.

SÉPTIMA.- Dentro de los participantes, cabe aludir a los usuarios finales, los intermediarios financieros, y a propósito de los swaps de tipos de interés estandarizados, a las Cámaras de Contrapartida Central que intermedian entre las contrapartes actuando como compradoras frente a todo vendedor y como vendedoras frente a todo comprador.

OCTAVA.- Los intermediarios financieros pueden ser, meros mediadores (brokers) sin asumir riesgo alguno por la operación, comisionistas o mandatarios (dealers), contratando en nombre del principal, y por último representantes indirectos, contratando en nombre propio pero por cuenta de alguna de las partes. En el caso de que el swap se concierte entre un cliente y una entidad oferente, la intermediación profesional sólo puede ser asumida por entidades autorizadas ex arts. 140-144 TRLMV. Si se presta un servicio de comisión en interés del cliente, no resulta aplicable la regla del "*caveat emptor*". En el supuesto de que contratasen en nombre propio, se suscitan ciertas cuestiones relacionadas con la autoentrada del comisionista. Si contratasen en nombre del principal pero casando órdenes complementarias, se plantean cuestiones de conflictos de interés. Las empresas que prestan servicios de inversión deben implementar medidas para detectar y gestionar los conflictos potenciales (art. 195 TRLMV y arts. 44 y 45 RD 217/2008). La conciliación del posible conflicto de intereses se logra imponiendo a las entidades una serie de obligaciones mitigantes de la asimetría informativa que podría viciar el consentimiento de los clientes.

NOVENA.- El objeto del swap de tipo de interés son las prestaciones dinerarias, que se intercambian recíprocamente las partes del contrato en función de los índices o tipos previamente pactados.

DÉCIMA.- El 90% de los swaps de tipos de interés se formalizan a través de modelos estandarizados, siendo el más extendido a nivel internacional el modelo ISDA y en nuestro ordenamiento jurídico el CMOF. Los modelos estandarizados se conciben como contratos normativos, y en el caso de que sean articulados entre una entidad de crédito y su cliente como contratos de adhesión. El hecho de que el contrato marco contenga sólo una operación de derivado, no altera su naturaleza como acuerdo de compensación contractual. La celebración del contrato marco, no entraña el nacimiento de obligación contractual al no existir perfección, puesto que la perfección contractual exige la presencia de todos los elementos necesarios del contrato, incluido su objeto. De este modo, la perfección del contrato se origina a la luz del intercambio de las respectivas confirmaciones, siempre y cuando tales confirmaciones contengan los términos esenciales de la operación y aparezcan firmadas por las partes. Cada confirmación suscrita, supone la conclusión de una nueva operación de swap de tipos de interés, pero no de un nuevo contrato de swap, puesto que dichas operaciones son parte de un contrato único (estipulación 1ª CMOF, y cláusula 1.c) ISDA).

UNDÉCIMA.- Las obligaciones de pago de las partes suelen realizarse a través de sistema de *“liquidación por diferencias”*, conocido como *netting*. Dicho *netting* se verificará por las Cámaras de Contrapartida en los swaps de tipos de interés estandarizados, que deben ser objeto de compensación obligatoria. La concreción de los derivados estandarizados corresponde a la Comisión Europea, a través de los correspondientes Reglamentos Delegados (Reglamentos Delegados (UE) 2015/2205 de 6 de agosto, y 2016/1178 de 10 de junio), a propuesta de ESMA, cuyo elenco lista en un registro público disponible en su página web. En los swaps de tipos de interés que no cumplan con los niveles de estandarización y liquidez previstos, la compensación se verificará bilateralmente exigiéndose la aportación de fórmulas para

minorar el riesgo conforme a las normas técnicas publicadas hasta la fecha (el 8 de marzo de 2016 el borrador final normas técnicas de regulación (RTS), el cual ha sido respaldado con enmiendas por la Comisión en carta a ESAs de 28 de julio de 2016, publicando la versión enmendada del borrador RTS), sufriendo de lo contrario una penalización en forma de requerimientos extra de capital.

DUODÉCIMA.- EMIR establece el deber de comunicar a los TR registrados (y si ninguno estuviera disponible, directamente a ESMA), swaps de tipo de interés, tanto negociados en mercados regulados como en mercados OTC, que se hubieran celebrado, así como su modificación o extinción (en vigor el 12 de febrero de 2014). EMIR exige además la notificación del *collateral* asociado con el derivado, lo que viene a ser un requerimiento global único.

DECIMOTERCERA.- La aplicabilidad de la MiFID a los swaps de tipos de interés, ha sido concluida categóricamente por la Sentencia del TJUE de 30 de mayo de 2013, y posteriormente confirmada por el Supremo (SSTS 840/2013, de 20 de enero de 2014, 110/2015, de 26 de febrero de 2015 y 535/2015, de 15 octubre), tras el amplio debate suscitado por la publicación de la Nota conjunta del Banco de España y la CNMV de 20 de abril de 2010, donde se determina que si el swap está vinculado a otra operación crediticia, las reclamaciones se debían dirimir por el Banco de España, no siendo aplicable la Directiva europea, mientras que si no estuviera vinculado a otra operación, deberíamos aplicar la Ley del Mercado de Valores, quedando bajo la supervisión de la CNMV y rigiendo entonces los principios europeos de tutela del inversor de la Directiva MiFID.

DECIMOCUARTA.- Siendo los swaps de tipos de interés, instrumentos financieros ex art. 2 del TRLMV, quedan por ende sujetos al art. 208 TRLMV, que recoge la obligación de diligencia y transparencia. No existe sin embargo un deber de fidelidad al cliente, lo que no obsta para exigir un deber de lealtad, que debe extremarse cuando surjan conflictos de interés. En íntima conexión con lo expuesto, se

halla el principio de mejor ejecución que contemplan los arts. 221-224 TRLMV y 77-81 RD 217/2008.

DECIMOQUINTA.- Uno de los fundamentos básicos del nuevo Código de Conducta de MiFID, se basa en el sistema de clasificación de la clientela de los servicios de inversión en clientes profesionales o minoristas (art. 203 TRLMV), articulándose con ello un método proporcional de protección, en función de dichos criterios clasificatorios. Las entidades de crédito deben informarse acerca de las circunstancias de sus clientes (ex arts. 212 a 216 TRLMV, y arts. 72 a 74 RD 217/2008) en aras a sopesar si los productos o servicios de inversión son oportunos o no para el cliente. La MiFID crea para ello dos tipos de evaluación: si la entidad presta servicios que no sean de asesoramiento, debe investigar sobre los conocimientos o experiencia financiera del cliente con respecto a un tipo de servicio o producto concreto (test de conveniencia); pero si existiera asesoramiento, debe además examinar su situación financiera y sus objetivos de inversión (test de idoneidad). Tendrá la consideración de asesoramiento en materia de inversión (STJUE de 30 de mayo de 2013), la recomendación de suscribir un swap *“que se presente como conveniente para el cliente o se base en una consideración de sus circunstancias personales, y que no esté divulgada exclusivamente a través de canales de distribución o destinada al público”*. Para apreciar si existe asesoramiento, *no es requisito imprescindible la existencia de un contrato de asesoramiento "ad hoc"* (STS de 15 de octubre de 2015). Si el swap se ofrece al cliente, en cumplimiento de la exigencia del RD-Ley 2/2003, de 25 de abril, y la posterior ley 36/2003, nos hallaremos ante una recomendación personalizada, y por ende ante un asesoramiento financiero, que deberá seguir las pautas indicadas por la Directiva MIFID. Dicho criterio se corrobora por el Supremo al indicar que si es el banco el que ofrece el swap, existe asesoramiento (STS de 10 de diciembre de 2015).

DECIMOSEXTA.- Se impone con carácter previo a la comercialización de los productos de inversión, la necesidad de clasificar los productos, por riesgo, liquidez y complejidad (Orden ECC/2316/2015, de 4 de noviembre, relativa a las obligaciones de

información y clasificación de productos financieros). La información sobre el swap de tipos de interés, debe ilustrar al cliente en torno a los riesgos concretos y específicos del swap contratado, debiendo ser completa, comprensible, y prestada con la antelación suficiente para justificar una clara formación de la voluntad. Se trata de una obligación activa, no de mera disponibilidad (SSTS de 12 de enero de 2015 y de 9 de diciembre de 2015). Por tanto, la información en torno a los riesgos del swap se torna insuficiente con una mera referencia a posibles liquidaciones negativas en el caso de que no se especifiquen *en qué medida dependen de la evolución de los tipos de interés, de qué cuantía serán (...), cuál era la previsión de evolución de los tipos de interés y cuál sería el coste de la cancelación anticipada del producto*. Es preceptivo informar al cliente de que el riesgo es real, no sólo teórico y de las posibles consecuencias ruinosas para el cliente (STS de 4 de diciembre de 2015). Dicho tampoco se cumple con la sola idea de que la contratación de un producto de inversión acarrea un riesgo *per se* requisito (STS de 10 de septiembre de 2014), sino que se deben poner de manifiesto y con detalle, qué riesgos concretos son los que el cliente afronta. Es más, se reputará insuficiente dicha información, si posteriormente las pérdidas de la inversión, se originan por motivos distintos. En todo caso, se debe informar al cliente de que los beneficios de una parte en el contrato, se corresponden con las pérdidas de la otra y de que existe un conflicto de intereses (SSTS 4 y 10 de diciembre de 2015). Además, se destaca la insuficiencia de menciones genéricas relativas a la recepción de información, aceptación del riesgo de la inversión, y capacidad para comprender el producto *“que, de considerarse válidas, harían inútiles las previsiones normativas que exigen un alto estándar de diligencia en la obligación de información”* y que *“se trata de menciones predispuestas por la entidad bancaria, que consisten en declaraciones no de voluntad sino de conocimiento que se revelan como fórmulas predispuestas por el profesional, vacías de contenido real”* (STS de 12 de enero de 2015). Debe además informar de los posibles desequilibrios entre las partes y de las consecuencias de ello, y en particular de las comisiones implícitas existentes, pues crean un desequilibrio contractual a favor de una de las partes en detrimento de la otra, al adquirir una de las

partes una mayor expectativa de éxito. La obligación de información es una obligación de resultados que exige que la entidad se asegure que el inversor ha comprendido el alcance y la posición de riesgos que asume con el producto.

DECIMOSÉPTIMA.- La previsión de tipos se incardina en la obligación de información en torno a los riesgos del contrato que pesa sobre las entidades, pues sólo la adición de previsiones en torno a los tipos puede ayudar al cliente a tomar una decisión con conocimiento de causa. Se trata de una información esencial cuya ausencia puede acarrear la anulabilidad del contrato por error. El banco debe informar al cliente en primer lugar, de que se encuentra en conflicto de interés con el mismo, debiendo advertirle de la relevancia de las previsiones sobre la evolución de los tipos de interés en el momento de la contratación del swap, y comunicar el desequilibrio del swap en caso de haberlo (STS 668/2015, de 4 de diciembre).

DECIMOCTAVA.- La entidad debe informar del valor de mercado inicial del swap, o al menos de la cantidad que el cliente debería pagar en concepto de indemnización si la cancelación anticipada se produjese en el momento de contratar el swap (SSTS 4 y 10 de diciembre de 2015). La desvinculación del cliente del swap de tipo de interés a través de la cláusula de cancelación anticipada, conlleva unos costes cuyo monto excesivo actúa de facto como factor disuasorio, siendo por ello elemento esencial (STS 491/2015, 15 de septiembre de 2015), del cual se ha de dar información bastante, al recaer sobre los concretos riesgos del contrato (ex art. 66 c) del RD 217/2008). Se exige indicar el coste de cancelación, no en un sentido aritmético, sino a través del ofrecimiento de «*una información gráfica e inteligible de las magnitudes posibles de su importe*» (SSTS de 30 de octubre de 2015, y de 25 de noviembre de 2015).

DECIMONOVENA.- Corresponde a la entidad financiera demandada la carga de la prueba del correcto asesoramiento e información (STS de 4 de diciembre de 2015). La contravención de las obligaciones que pesan sobre las entidades, además de acarrear un posible vicio del consentimiento contractual, puede conllevar la imposición

de las medidas o sanciones administrativas a las personas responsables por infracción de las disposiciones aprobadas en aplicación de la Directiva 2004/39 (art. 39), pudiéndose además instar proceso para la obtención de los daños y perjuicios irrogados de la inobservancia por parte de la entidad bancaria de los deberes que le incumben ex TRLMV (ex art. 1101 C.c.), o exigir responsabilidad contractual por la infracción de los deberes de lealtad o cuidado en la venta del swap de tipos de interés, o en su caso, en el asesoramiento financiero al cliente.

VEGÉSIMA.- A través del *payment netting* las posiciones asumidas y debidas en la misma fecha y en la misma divisa con resultado positivo para las contrapartes, se netean con las posiciones de resultado negativo, para de este modo obtener una suma que será asumida por la parte deudora.

VIGESIMOPRIMERA.- La concurrencia de las causas de vencimiento anticipado ex CMOF, da inicio a un sistema de negociación de buena fe previo al vencimiento. A efectos de cálculo de las cantidades a pagar se distingue según que haya una o dos partes afectadas aplicando el criterio de valor de mercado o el criterio de valoración sustitutiva, que tiene carácter subsidiario con distinta valoración según uno u otro supuesto (estipulación 14). Dichos criterios de valoración han sido cuestionados por nuestros tribunales que en ciertos casos dejan sin efecto las cláusulas que los contienen por contrarias al art. 1256 C.c., al quedar al arbitrio de una de las partes su concreción y desenvolvimiento, y al art. 1288, al ser la oscuridad e indeterminación imputable a la parte que puede verse beneficiada por ello. Urge un cambio en la redacción dada a dicha estipulación en el CMOF, debiendo a nuestro juicio seguir el modelo propuesto por ISDA, el cual opta por un nuevo método de valoración conocido como “monto de cierre” (*close-out amount*) que exige llegar a un “resultado comercialmente razonable” y que se torna más efectivo antes los problemas suscitados por los métodos que le precedían.

VIGESIMOSEGUNDA.- Son *termination event* de conformidad con ISDA, la ilegalidad sobrevenida del contrato para cualquiera de las partes o sus garantes, la fuerza mayor, el evento tributario normal y por fusión, el evento de crédito por fusión, y otros supuestos previstos por las partes. Los supuestos de ilegalidad o fuerza mayor no constituyen *termination events* a menos que el periodo de espera haya transcurrido (3 y 8 días hábiles respectivamente). En los casos de ilegalidad o fuerza mayor, las partes tienen el derecho a terminar todas las transacciones afectadas, ostentando sin embargo la discrecionalidad de seleccionar las transacciones que deban terminarse. Si hubiere una sola parte afectada, la cantidad pagadera (*early termination amount*) se calcula de igual modo que en los *events of default* [cláusula 6 (e) (ii) (1)]. Si hubiera dos partes afectadas se aplicará la regla de la cláusula 6 (e) (ii) (2). Para el cálculo de indemnizaciones, el ISDA Master Agreement de 2002, reemplaza el sistema del *market quotation* y del *loss* por un solo criterio de valoración conocido como el “*close-out amount*” y que sitúa a caballo de los dos métodos que le anteceden.

VEGESIMOTERCERA.- Las principales diferencias entre los efectos de los *events of default* y de los *termination events* puede reducirse a los siguientes puntos: en el caso de los eventos de incumplimiento, todas las transacciones se compensan con la extinción; en los supuestos de eventos de terminación, generalmente sólo las transacciones afectadas se compensan [vid. 6(b) (iv)]; no existe obligación de notificar los eventos de incumplimiento, que sí se exige en los eventos de terminación; para ciertos *termination events*, la parte afectada debe procurar primero evitar los efectos adversos mediante transferencia a otra oficina o filial [así por ejemplo en casos de perjuicios fiscales ex 6(b) (ii)]; en el caso de ilegalidad o fuerza mayor hay periodos de espera [vid. 5(d)]; en los incumplimientos, solo la parte no culpable puede compensar, mientras que para ciertos *termination events* la parte afectada o ambas pueden efectuar dicha compensación [vid. 6(a) y (b)]; en los *events of default* solo la parte no incumplidora puede calcular la suma del *close-out*, en los *termination events*, si ambas partes están afectadas, ambas pueden calcular dicho *close-out*, tomándose la media

[vid. 6(e)]; en los *events of default*, las partes generalmente acordarán que las ganancias no sean pagaderas a la parte incumplidora, lo cual no sucede en los *termination events*; Hay distintos tipos de interés en las cantidades de compensación [vid. 9(h)].

VEGESIMOCUARTA.- Tanto el CMOF (Estip. 9.7) como ISDA (cláusula 5.a.vii) contemplan como causas de vencimiento anticipado por circunstancias imputables a las partes la declaración de quiebra o el inicio de un procedimiento concursal respecto alguna de las partes. La viabilidad del close-out netting o pacto de resolución en caso de quiebra de una de las partes (estipulación 14ª CMOF y sección 6 ISDA), se logra sustrayendo el CMOF e ISDA del régimen concursal común (*safe harbours*) autorizándose la resolución anticipada del swap de tipo de interés en caso de concurso, con el consiguiente neteo, liquidación, y apropiación de garantías en caso de haberlas. Se conjura con ello el riesgo de “cherry picking” o posibilidad de que los síndicos o administradores de la quiebra puedan resolver operaciones concretas de swap desfavorables (*out the money*) y mantener otras beneficiosas (*in the money*), que se antoja contraria al criterio que reputa el contrato de SWAP como un único contrato. La cristalización en nuestro ordenamiento jurídico de dicho régimen especial se produce a través del RD-Ley 5/2005, de 11 de marzo, cuya aplicación al swap no ha sido pacífica en nuestra jurisprudencia, ante la discusión que suscita el carácter de acuerdo de compensación del CMOF y los debates en torno al carácter sinalagmático de este contrato.

VIGESIMOQUINTA.- La naturaleza del crédito que nace del concurso ha sido controvertida. Unos conciben los créditos derivados de los swaps como intereses, debiendo ser calificados como créditos ordinarios. Una segunda teoría propugna que los créditos derivados del swap no son intereses, debiendo ostentar el trato concursal que les corresponda, siendo pues créditos contra la masa o créditos concursales, dependiendo de que el contrato se mantuviere en vigor o se resolviese a consecuencia de un incumplimiento anterior o posterior a la declaración de concurso. Una tercera

teoría distingue entre los swaps vinculados a otras operaciones y los no vinculados, siendo subordinados los créditos que deriven de los primeros y ostentando los segundos la calificación correspondiente en función de que conserve o no su vigencia el swap por el concurso. El Supremo afirma categóricamente el carácter concursal de los créditos derivados de contratos de permuta financiera en que el deudor se encuentre en concurso «*con independencia de que se hayan devengando antes o después de la declaración de concurso*» (STS 629/2015, de 17 de noviembre de 2015) rehuyendo la calificación del swap como contrato sinalagmático al efecto de excluir el art. 61.2 LC.

VIGESIMOSEXTA.- En materia de rescisión, el Supremo ha negado la posible invocación de la cláusula “*rebús sic stantibus*” en los supuestos en que hubiera un desequilibrio entre las partes producto de la ejecución de este en sede de swaps pues la alteración de circunstancias no puede reputarse imprevisible “*cuando la incertidumbre constituye la base determinante de la regulación contractual*” contrato (STS 626/2013, de 29 de octubre de 2013).

VIGESIMOSÉPTIMA.- Se invocan como motivo de nulidad del swap de tipos de interés el error obstativo, la carencia de alguno de los elementos del contrato, y en especial por ausencia de causa (al ser el diseño y comercialización ulterior del swap de tipos de interés inadecuado a las necesidades de los clientes y por ello contrario al art. 208. 1 TRLMV, además de entrañar un fraude) y por último, la contravención de normas imperativas o prohibitivas como al efecto lo son las normas de conducta, y que se califican de esenciales por cierta doctrina dado que afectan al proceso de formación de voluntad, en contra de lo que sostiene el TS, para el que la contravención de los deberes de información no conlleva por sí sola la nulidad de pleno derecho del contrato, sin que obste a que constituya una infracción muy grave, y pueda tener efecto sobre la validez del contrato por error vicio (STS 323/2015, de 30 de junio de 2015). El incumplimiento de los requisitos de incorporación de las condiciones generales de la contratación (por incumplimiento de los deberes de información y transparencia),

también puede suponer la no inclusión de la cláusula respectiva en el contrato, aplicándose el régimen general de la nulidad. Se puede afirmar la factibilidad de la nulidad por incumplimiento de los requisitos de incorporación, por falta de transparencia y claridad (art. 5 de la Ley 7/1998, de 13 de abril), y por abusividad las cláusulas que decreten la falta de reciprocidad en el contrato.

VIGESIMOCTAVA.- La invocación del dolo negativo por contravención de los deberes precontractuales de información, se dará en aquellos casos en que las actuaciones de los empleados bancarios tuvieran por objeto confundir al cliente respecto a lo que verdaderamente contrata, ofreciendo por ejemplo como seguro lo que en realidad vendría a ser un swap, y resultando inadmisibile el ofrecimiento de una información sesgada *“donde se destacasen los beneficios potenciales del instrumento financiero, pero sin indicar los riesgos pertinentes.”*

VIGESIMONOVENA.- Para que el error vicie el consentimiento, ha de ser sustancial, excusable, imputable, desconocido y de una importancia tal que con una actuación regular, no haya podido ser evitado por la persona que lo padece. El error ha de ser esencial, siendo especialmente polémica en el ámbito del swap, si puede incardinarse en el ámbito de lo esencial, la alegación del error por desconocimiento de los riesgos contraídos o desconocimiento de los costes excesivos del uso de la cláusula de cancelación del swap. El TS ha concluido que, si bien la infracción de los deberes de información no siempre se traduce en un error vicio del consentimiento, permite presumirlo. Para que el error sea invalidante debe versar sobre qué se está contratando (por ejemplo creer que se firma un seguro en vez de un swap) o qué motiva a la parte a contratar (por ejemplo, creer que el swap no conlleva liquidaciones negativas en el caso de bajadas de tipos de interés). Presentar un *swap* como un seguro contra el riesgo de la subida de los tipos de interés induce por sí mismo al error de quien recibe tal asesoramiento (STS de 7 de julio de 2014).

TRIGÉSIMA.- El error, ha de mostrarse cierto, y ha de ser excusable, aspecto que se conecta con la idea de culpa. Deberán valorarse las circunstancias anteriores a la firma del contrato (existencia de reuniones explicativas, folletos explicativos, presencia de asesor...) y las circunstancias personales tanto de quien padece el error, como de quien lo infligió (STS 21 de enero de 2015). Así el perfil del cliente es elemento determinante de la aceptabilidad del error como vicio del consentimiento (STS 13 de octubre de 2015) pues no es igual la diligencia exigible a quien ostenta la condición de perito o experto que la de quien carece de tal condición. La jurisprudencia ha manifestado por tanto que no es obstáculo para la concurrencia de error, la condición de economista o contable del contratante, dados los conocimientos específicos que los complejos mercados secundarios exigen. Tampoco es obstáculo la condición de Notario para el ejercicio de la acción de anulabilidad, de profesor de derecho, magistrado, licenciado en derecho o la condición de sociedad con amplio volumen de negocio, pues ello no determina en modo alguna experiencia inversora en la contratación de productos complejos. Se apreciará la condición o no de cliente habitual del contratante, la contratación anterior de dichos productos, el volumen de negocios contratado, la ausencia de lectura del contrato o falta de lectura cuidadosa, la existencia de asesores o directores financieros, la formación del representante que suscriba el contrato, la confianza de la entidad...Deberán también valorarse las circunstancias de quién infligió el error, pues la infracción de los deberes de las entidades con sus clientes determina que el error de la contraparte haya de considerarse excusable (STS de 4 de febrero de 2016).

TRIGÉSIMOPRIMERA.- El Supremo rechaza con carácter absoluto las alegaciones en torno a la suficiencia del contenido del contrato, como criterio de exclusión del error, al existir una presunción de error heterointroducido derivado del incumplimiento del deber de información, y que entraña que no pueda hablarse de error inexcusable (STS de 15 de octubre de 2015).

TRIGESIMOSEGUNDA.- El abono prolongado de liquidaciones negativas, los pagos de saldos negativos, la cancelación anticipada del contrato, la tardanza en reclamar, o incluso el encadenamiento de diversos contratos no es indiciaria de convalidación al no constituir actos inequívocos de la voluntad tácita de convalidación o confirmación del contrato (SSTS de 10 de noviembre y 4 y 9 de diciembre de 2015). Por ende, la doctrina de los actos propios y el art. 1311 C.c., no deben ser objeto de aplicación en los casos de error.

TRIGESIMOTERCERA.- El cómputo de la prescripción de la acción de anulabilidad por error, se inicia desde que se tiene cabal y completo conocimiento de la causa que justifica el ejercicio de la acción (STS de 12 de enero de 2015).

TRIGESIMOCUARTA.- A modo de colofón final, como decía Virgilio en la Eneida (Eneida, X, 284) «Audentes fortuna iuvat»: la suerte sólo favorece a los audaces. En nuestro caso, hemos dado justa cuenta de la audacia de las entidades que han comercializado masivamente swaps de tipos de interés con clientes minoristas, pues dichos productos se han revelado como indiscutiblemente inadecuados al fin que perseguían (reducir el riesgo de la subida de tipos) y se han convertido en una fullería que desvela la verdadera intención de las entidades de crédito en su comercialización: trasladar el riesgo de la bajada de tipos en el cliente bancario. Crearon para ello swaps de tipos de interés con desequilibrios tales entre las partes contratantes (comisiones explícitas), que sólo una de las partes (la entidad de crédito) tenía mayor expectativa de éxito que la otra (el cliente), asumiendo ésta última, la práctica totalidad de los riesgos del contrato. Los resultados serían análogos a jugar una partida de ajedrez con Kasparov. Por mucho que los clientes supieran de las reglas del juego, por mucho consentimiento informado que emitieran, no hubieran podido ganar jamás. Por tanto, no hay información que pueda soslayar el vicio que afecta al contrato de nacimiento. Es por ello que estimo meritoria la labor del Tribunal Supremo, que pese a las críticas de proferir una doctrina que se tacha de populista, ha sabido dictar sentencias de conformidad con la realidad social de los tiempos de crisis de vivimos, limitando los

efectos económicos, consciente de la importancia de mantener a raya el riesgo sistémico y protegiendo la solvencia de las entidades bancarias. Quizás la MiFID II, que confina la creación de productos a aquellos que satisfagan las necesidades de los clientes sea la solución al problema creado.

BIBLIOGRAFÍA

ADITYA, P.D. «European Markets Infrastructure Regulation (EMIR) and Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act (DFA): A New Revolution of OTC Derivatives Towards Transparency». Agosto 2013. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2314998>

AGÜERO ORTIZ, Alicia. «El consumidor como inversor de alto riesgo: la impugnación por vicios del consentimiento de los contratos de adquisición de participaciones preferentes y swaps, una opción sólo al alcance de algunos». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 8, 2013, págs. 479-504.

AGÜERO ORTIZ, Alicia. «Sentencia de 13 de julio de 2015. Responsabilidad de la entidad de servicios de inversión por los daños y perjuicios sufridos por el inversor (pérdida de la inversión tras la quiebra de Lehman Brothers) por el incumplimiento de la obligación de realizar el test de idoneidad». En *Cuadernos Cívitas de jurisprudencia civil*, n.º 100, 2016, págs. 515-548.

ALBADALEJO, Manuel. *Derecho Civil. T. II. Derecho de Obligaciones. Vol. II. Los contratos en particular y las obligaciones no contractuales*. Barcelona: Bosch, 1997, 579 p.

ALONSO GARCÍA, Javier. «Perspectiva penal de las permutas financieras». En *Actualidad Jurídica Aranzadi*, núm. 811, Pamplona, 2010, pág. 6.

ALONSO LEDESMA, Carmen; ALONSO UREBA, Alberto (dirección). *Estudios Jurídicos sobre Derivados Financieros*. Madrid: Aranzadi, 2013, 804 págs.

ANALISTAS FINANCIEROS INTERNACIONALES (2001): Los mercados de derivados financieros (I). En *Actualidad Financiera*, junio de 1997, págs. 85-106.

ARISTÓTELES. *Política*. Madrid: Gredos, 1994.

ARNAU MOYA, Federico. *Lecciones de Derecho Civil II. Obligaciones y contratos*. Valencia: Universitat Jaume I, 2009, p. 159.

AVGOULEAS, Emiliós. *Governance of Global Financial Markets: The Law, the Economics, the Politics*. Cambridge: Cambridge University Press, 2012, 476 p.

AXELROD, Brett A; GOOLSBY, Gordon. «Swaps and the Bankruptcy Code». En *Boomberg Finance L.P.*, 2011, vol. 5.

AZNAR GINER, Eduardo. *Las negociaciones o tratos preliminares al contrato*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1.ª ed., 2010, 103 p.

BAKER, H. Kent; FILBECK, Greg. *Investment Risk Management*. Oxford: Oxford University Press, 2015, 672 p

BARCELÓ DOMÉNECH, Javier. «La anulación del contrato de swap por error en el consentimiento». En *Revista de Derecho Privado*, núm. 4, 2012, págs. 3-46.

BARRIOLA URRUTICOECHEA, León. RODRIGUEZ JIMENEZ, Lupicinio. Régimen fiscal de las operaciones de permuta financiera. En *Revista de derecho bancario y bursátil*, N° 22, 1986, págs. 381-394.

BARTLETT III, Robert P. «Inefficiencies in the Information Thicket: A Case Study of Derivative Disclosures During the Financial Crisis». En *UC Berkeley Public Law Research Paper No. 1585953*. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1585953>

BALLESTEROS GARRIDO, José Antonio. *Las condiciones generales de los contratos y el principio de autonomía de la voluntad*. Barcelona: Bosch, 2005, 328 p.

BALLESTEROS LLOMPART, Jesús. «La insostenibilidad de la globalización existente: de la financierización a la ecologización de la economía y de la sociedad». En *Revista de la Facultad de Ciencias Sociales y Jurídicas*, N.º 8, 2012, 36 p.

BARAONA GONZÁLEZ, Jorge. *El retraso en el cumplimiento de las obligaciones*. Madrid: Dykinson, 1998, 350 p.

BARRACHINA GARCÍA, Eduardo. «Razones y orientaciones de la reforma del mercado de instrumentos derivados OTC en la unión europea». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, Nº 9, 2011, págs. 187-211.

BAZ BARRIOS, Sergio. «La problemática de los swaps o contratos de permuta financiera». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, nº 8, 2013, págs. 453-478.

BEALE, Hugh; BRIDGE, Michael et al. *The Law of Security and Title-Based Financing*. Oxford: Oxford University Press, 2012, 888 p.

BENDER, Seth Philip. *Negotiating Skills for the isda Master Agreement: The Essential Playbook for Over-the-Counter Derivatives*. Pearson Education Inc.: New Jersey, 2011, 288 p.

BENITO, Jesús. «Los Trade Repositories y los CCPs en el mercado de derivados OTC, nuevos actores». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013). Papeles de la Fundación nº 51*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.: 2013, pág. 137-147.

BERCOVITZ RODRÍGUEZ-CANO, Alberto. *Apuntes de Derecho Mercantil: Derecho Mercantil, derecho de la Competencia y Propiedad Industrial*. Pamplona: Aranzadi, 2013, 14ª ed, 641 p.

BERENGUER ALBADALEJO, Cristina. *El contrato de alimentos*. Madrid: Dykinson, 2014, 886 p.

BERNAD MAINAR, Rafael. Responsabilidad ante la ruptura injustificada de los tratos preliminares. En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 747, 2015, págs. 11-50.

BERROCAL LANZAROT, Ana Isabel. «La permuta financiera (swap) y su eventual ineficacia». En *Revista Actualidad Civil*, nº 7-8, julio-agosto 2014.

BIGGINS, John; SCOTT, Colin. «Public-Private Relations in a Transnational Private Regulatory Regime: ISDA, the State and OTC Derivatives Market Reform». En *European Business Organization Law Review* (EBOR). Vol. 13, Issue 03. Septiembre 2012, págs. 309-346

BOADA MORALES, Sebastián. «Documentación de derivados financieros transfronterizos en el mercado no estandarizado: nivelando el campo de juego». En *Revista de Derecho Privado*, núm. 50, 2013, págs. 2-42.

BONET SÁNCHEZ, José Ignacio. «Capítulo II: El contrato bancario». NIETO CAROL, Ubaldo (dir.). *Contratos bancarios y parabancarios*. Valladolid: Lex Nova, 1998, 1338 p.

BONET RAMÓN, Alonso. El vínculo jurídico obligacional. En *R.G.L. y J. y edic.*, septiembre, 1967.

BOSCH CAPDEVILLA, Esteve. «Causas de invalidez del contrato». VAQUER ALOY, Antoni. BOSCH CAPDEVILLA, Esteve. SÁNCHEZ GONZÁLEZ, María Paz. *Derecho europeo de los contratos. Libros II y IV del Marco Común de Referencia. Vol. 1*. Barcelona: Atelier, 2012, págs. 459-545.

BRIGO, Damiano; MORINI, Massimo; PALLAVICINI, Andrea. *Counterparty Credit Risk, Collateral and Funding: With Pricing Cases for all asset classes*. UK: Wiley, 2013, 464 p.

BRUMMER, Christopher. *Soft Law and the Global Financial System: Rule Making in the 21st Century*. New York: Cambridge University Press, 2015, 355 p.

BUTRAGUEÑO ROGRÍGUEZ-BORLADO, Natalia. «El contrato de cobertura de tipos de interés. “Swaps, Caps, Floors y Collars” ». MARTÍNEZ-SIMANCAS SÁNCHEZ, Julián (coord.); ALONSO UREBA, Alberto (coord.). *Instituciones del mercado financiero*. Madrid: Sopec, 1999, págs. 1047-1074.

BUSTO LAGO, José Manuel. *Lecciones de responsabilidad civil*. Madrid: Aranzadi, 2014, 656 p.

CABA TENA, Antonio. «El contrato de permuta financiera (swap), modalidad de tipos de intereses, en las sentencias de las audiencias provinciales». En *Revista de derecho mercantil*, Nº 290, 2013, págs. 503-538.

CABANILLAS SÁNCHEZ, Antonio. Derecho civil. En *Anuario de Derecho Civil*, núm. LXVIII-1, enero 2015, págs. 453-605.

CALVO CARAVACA, Alfonso; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, Luis. *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, 1037 p.

CALLEJO CARRIÓN, Soraya; PRADA ROGRÍGUEZ, Mercedes de. «Swaps: no todo vale al amparo de la autonomía de la voluntad». En *Diario La Ley*, n.º 8471, 2015.

CALLEJO RODRÍGUEZ, Carmen «La acción ejercitada por la parte compradora para resolver el contrato por dificultades económicas». En *Actualidad Civil*, Nº 2, Sección Estudios de Jurisprudencia, febrero 2014, Tomo 1, Editorial LA LEY.

CAMACHO, María Elisa. «Régimen jurídico aplicable a los contratos atípicos en la jurisprudencia colombiana». En *Revista e-mercatoria*, nº 1, 2005, págs. 58-89.

CANALEJO LASARTE, Guillermo; CABELLOS BALLEÑILLA, Alfredo. «Derivados de cobertura en el Mercado Financiero Islámico: El nuevo ISDA/IIFM Tahawwut Master Agreement». En *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, 27/2010, págs. 125-128.

CANLE, José Ignacio. «Concurso de acreedores y swap de tipos de interés». En *Anuario de Derecho Concursal*, n.º 22, 2011, pág. 351-370.

CARBAJO VASCO, Domingo. PORPORATTO, Pablo. Instrumentos Financieros Derivados en Argentina y España (I Parte). En *Revista contable*, Núm. 221, 1 de mayo de 2010, pág. 62

CARRASCO PERERA, Ángel. «Concurso de la contraparte del swap y derecho del acreedor concursal a suspender los pagos debidos por la liquidación periódica del derivado. A propósito de la sentencia de la Court of Appeal, [2012] EWCA Civ 419, *Lehmann Brothers Int. Europe, Lomas v. xJFB Firth Rixson Inc*». En *Comentarios Jurídicos de Gómez-Acebo & Pombo*, vol. 20, 2012, págs. 53-55.

CARRASCO PERERA, Ángel; LYCZKOWSKA, Karolina. «Doce tesis sobre las evaluaciones de conveniencia e idoneidad en el protocolo MiFID». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 10, Universidad de Castilla-La Mancha, 2014, págs. 51-83.

CASADO NAVARRO, Antonio. «El control de transparencia como «llave» del control de contenido de las cláusulas contractuales predisuestas». En *La Ley mercantil*, nº 11 (febrero), 2015, págs. 50-62.

CASTÁN TOBEÑAS, José. *Derecho Civil Español, Común y Foral*, Tomo I. Introducción y parte general. Volumen II. Teoría de la relación jurídica. La persona y los derechos de la personalidad. Las cosas. Los hechos jurídicos. Madrid: Editorial Reus, 15ª ed., 2007, 942 p.

CASES, Miguel; SÁNCHEZ ROJO, Miguel. «Los nuevos paradigmas en el mercado de derivados resultantes del Reglamento (UE) n.º 648/2012. Análisis jurídico». En *Revista de Derecho del mercado de Valores* n.º 12, 2013, págs. 143-168

CASEY, Jean-Pierro; LANNON, Karel. *The MiFID Revolution*. Nueva York: Cambridge University Press, 2009, 229 p.

CASTILLA CUBILLAS, Manuel. «Permutas financieras, riesgos en los préstamos hipotecarios a interés variable y test de conveniencia». En *Derecho de los Negocios*, Nº 245, Febrero 2011, págs. 33-44.

CASTRO Y BRAVO, Federico de. *El negocio jurídico*. Madrid: Civitas, 1985, 552 p.

CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Derecho civil de España I*. Madrid: Instituto de Estudios Políticos, 1949, 816 p.

CASTRO Y BRAVO, Federico de. *Temas de Derecho Civil*. Madrid: Rivadereyna, 1976, 185 p.

CEA GARCÍA, José Luis. *Los contratos de permuta financiera (swaps). Gestión financiera y análisis contable*. Madrid: Instituto de Contabilidad y Auditoría de Cuentas, 1990, 250 p.

CECCHINI ROSEEL, Xavier. «El incumplimiento de la prestación personalísima por imposibilidad sobrevenida consistente en la muerte del deudor». En *Revista Aranzadi de derecho patrimonial*, n.º 10, 2003, págs. 47-64.

CERDÁ ALBERO, Fernando «El tratamiento concursal de los swaps de tipos de interés». GONZÁLEZ CASTILLA, Francisco; MARIMÓN DURÁ, Rafael (coord.). *Estudios de Derecho del Mercado Financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*. Valencia: Publications de la Universitat de València, 2010, págs. 929-966.

CIRO, Tony. *The Global Financial Crisis: Triggers, Responses and Aftermath*. Burlington: Ashgate Publishing, 2012, 251 p.

CLAVERÍA GOSÁLBEZ, Luis Humberto. *La causa del contrato*. Zaragoza: Publicaciones del Real Colegio de España Bolonia, 1998, 99 p.

CLAVERIA GOSALBEZ, Luis Humberto. *La confirmación del contrato anulable*. Bolonia: Publicaciones del Real Colegio. Bolonia, 1977, 315 p.

CLARK, David. *Introduction to the Law of the United States*. La Haya: Kluwer Law International, 2002, 489 p.

CLEMENTE MEORO, Mario Enrique. *La resolución de los contratos por incumplimiento: presupuestos, efectos y resarcimiento del daño*. Barcelona: Bosch, 2009, 86 p.

CODINA GARCÍA-ANDRADE, Xavier. «Introducción al régimen inglés de los contratos públicos». En *Revista de Administración Pública*, núm. 194, mayo-agosto de 2014, págs. 411-435.

CONT, Rama; KOKHOLM, Thomas. «Central Clearing of OTC Derivatives: bilateral vs multilateral netting». Septiembre 2012. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2233665>

CONTHE GUTIÉRREZ, Manuel. «Swaps de intereses: la sentencia del Tribunal Superior de Justicia de Madrid de 28 de enero de 2015». En *Diario La Ley*, Nº 8515, Sección Doctrina, 9 de Abril de 2015.

COOPERS & LIBRAND. *Swaps and Financial Engineering: A Self-Study Guide to Mastering and Applying Swaps and Financial Engineering (Probus Professional Workbook Series O)*. Florida: Probus Pub. Co., 1992, 128 p.

COSÍN OCHAITA, Rafael. *Fiscalidad de los precios de transferencia*. Valencia: CISS, 2007, 936 p.

COSSÍO Y CORRAL, Alfonso de. *El dolo en el Derecho Civil*. Granada: Comares, 2005, p. 187.

COSTA RAN, Lluís. «El contrato de permuta financiera (Swap Agreement)». En *Revista Jurídica de Catalunya*, nº 1º 1990, p. 63-66.

COSTA RAN, Luis. Nuevos contratos financieros en los mercados internacionales: el contrato Swap, su ubicación en el sistema jurídico español / Luis Costa Ran [Microforma]. Barcelona: Publicacions Universitat de Barcelona, 1988 (Colección de tesis doctorales microfichadas ; n. 428)

COSTA RAN, Lluís. FONT VILALTA, Montserrat. *Commodities. Mercados financieros sobre materias primas*. Madrid: ESIC, 1993, 536 p.

COSTA RAN, Lluís. FONT VILALTA, Montserrat. *Nuevos instrumentos financieros en la estrategia empresarial*. Madrid: ESIC, 1992, 531 p.

CREMADES SANZ-PASTOR, Bernardo María. «Aspectos legales de las llamadas técnicas de financiación SWAP». *Las operaciones SWAP como instrumento para mejorar la financiación de la empresa*: Madrid, 13 y 14 de marzo de 1985 / conferencia organizada por Manufacturers Hanover, Instituto de Empresa. Madrid: Instituto de Empresa, D.L. 1985, p. 29

CHANCE, Clifford. «Regulation of OTC derivatives markets. A comparison of EU and US initiatives». ISDA, septiembre 2012.

CHARLES, GuyLaine. «The ISDA Master Agreement –Part II: Negotiated Provisions». En *Practical Compliance & Risk Management for the securities industry*, mayo-junio 2012, págs. 33-42.

CHECA MARTÍNEZ, Miguel. «Otras modalidades contractuales (II)». FERNÁNDEZ ROZAS, José Carlos (coord.). *Derecho del comercio internacional*. Madrid: Eurolex, 1996, págs. 357-390.

CUADRADO PÉREZ, Carlos. «La responsabilidad precontractual en la reforma proyectada: ¿una ocasión perdida? (Parte II) ». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, Núm. 746, Noviembre 2014, págs. 2999-3047.

CUNNINGHAM, Daniel. *Advanced swaps and derivative financial products*. Nueva York: Practising Law Institute (Corporate law and practice course handbook series), 1991, no. 746, 272 p.

DARNACULLETA I GARDELLA, Maria Mercè. *La competencia desleal*. Madrid: Iustel, 2007.

DAS, Satyajit. *Risk Management*. Vol. 1. Singapur: Wiley, 2006, 1327 p.

DELGADO ECHEVARRÍA, Jesús; PARRA LUCÁN, María Ángeles. «Comentario a la STS de 5 de marzo de 2010». En *Cuadernos Civitas de Jurisprudencia Civil*, núm. 86/2011.

DELGADO ECHEVARRÍA, Jesús; PARRA LUCÁN, María Ángeles. *Las nulidades de los contratos: en la teoría y en la práctica*. Madrid: Dykinson, 2005, 420 p.

DEROSA, David F. *Foreign Exchange Operations: Master Trading Agreements, Settlement, and Collateral*. UK: Wiley & Sons, 2013, 416 p.

DESPLAT, Christian, and Journées internationales d'histoire. Foires Et Marchés Dans Les Campagnes De l'Europe Médiévale Et Moderne: Actes Des XIVes Journées Internationales d'Histoire De l'Abbaye De Flaran, Septembre 1992 / Études Réunies Par Christian Desplat. Toulouse: Presses universitaires du Mirail, 1996.

DÍAZ GÓMEZ, Manuel Jesús. *El contrato aleatorio*. Granada: Comares, 2004, 248 p.

DÍAZ PARDO, Gloria. «La esencialidad del término en el cumplimiento de las obligaciones». En *Actualidad Civil*, Nº 12, 2007, págs. 1404-1412.

DÍAZ RUIZ, Emilio. IGLESIAS RODRÍGUEZ, Julio. «A propósito de los contratos de permuta financiera de tipos de interés (SWAPS). Comentario a la Sentencia de la Audiencia Provincial de Álava núm. 20/2011 (Sección 1ª), de 18 de enero de 2011». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, n.º 124, 2011, 29 p.

DÍAZ RUIZ, Emilio; LLUESMA RODRIGO, Pilar. «Avances en la Regulación Global de las Infraestructuras de Mercado. EMIR, MIFIR y Dodd Frank: Un Nuevo Marco Jurídico para los Derivados OTC». *Observatorio sobre la Reforma de los Mercados Financieros Europeos 2013* (Papeles de la Fundación n.º 51). Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2013, págs. 107-137.

DÍAZ RUIZ, Emilio. *Contratos sobre tipos de interés a plazo (FRAS) y Futuros financieros sobre intereses*. Madrid: Civitas, 1993, 414 p.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «Contrato Marco de Operaciones Financieras elaborado por AEB». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 67, julio-septiembre, 1997, págs. 993-996.

DÍAZ RUIZ, Emilio; RUIZ BACHS, Salvador: «Derivados OTC». MAUDOS, Joaquín (Director). *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos 2010* (Papeles de la Fundación, n.º 37). Madrid: Fundación de Estudios Financieros, 2011, págs. 245-270.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «Decisión final de la Cámara de los Lores sobre swaps celebrados por entidades locales». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 41, enero-marzo 1991, 216 págs.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «El contrato de SWAP». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 36, octubre-noviembre 1989, págs. 733-806.

DÍAZ RUIZ, Emilio. LLUESMA RODRIGO, Pilar. «EMIR, MIFIR y DODD FRANK: Un nuevo marco jurídico para los derivados OTC». MÁRTINEZ-PARDO DEL VALLE, Ramiro; ZAPATA CIRUGEDA, Francisco Javier. *Observatorio sobre la reforma de los mercados financieros europeos (2013). Papeles de la Fundación nº 51*. Madrid: Fundación de Estudios Financieros.: 2013, pág. 109-137.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «La caracterización de los derivados tras la entrada en vigor de la MiFID». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*. Nº 2, 2008, págs. 137 y ss

DÍAZ RUIZ, Emilio y RUIZ BACHS, Salvador. «Los pagos en las permutas financieras sobre tipos de interés (*interest rate swaps* – IRS) no son intereses». En *Diario La Ley*, 2127/2010, nº 7387, 23 de abril de 2010, págs. 5-10.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «Los mercados de opciones y futuros financieros y la incorporación de la Directiva 93/22/CEE en La Reforma del Mercado de Valores». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*. Nº 4, 1996.

DÍAZ RUIZ, Emilio. «Nueva normativa reglamentaria sobre mercados secundarios oficiales de instrumentos derivados». En *Actualidad Jurídica Uría Menéndez*, nº 28, 2011, págs. 73-78.

DÍAZ VALES, Fernando. «Régimen jurídico del ejercicio de la acción rescisoria concursal». En *Anuario de la Facultad de Derecho de Alcalá*, 2010, n.º 3, págs. 261-299.

DIÉGUEZ OLIVA, Rocío. «Quod nullum est, nullum effectum producit? La sanción de nulidad del art. 1259 C.c.». En *Nul: estudios sobre invalidez e ineficacia*, nº 1, 2006. Disponible en: <http://www.codigo-civil.info/nulidad/lodel/document.php?id=272>

DÍEZ DE CASTRO, Luis T; MEDRANO, María Luisa. *Mercados financieros internacionales*. Madrid: Dykinson, 2007, 116 p.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos del Derecho Civil Patrimonial*. Tomo I. 6ª ed. Madrid: Civitas, 2007, 685 p.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Fundamentos de Derecho Civil Patrimonial*. Tomo II. Las Relaciones obligatorias. Madrid: Civitas, 2008, 1092 p.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *Sistema de Derecho Civil (T. II): El contrato en general: la relación obligatoria: contratos en especial, cuasicontratos (9ª ed.)*. Madrid: Tecnos, 2002, 592 p

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil I*. 10ª ed. Madrid: Tecnos, 2001, 632 p.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. GULLÓN BALLESTEROS, Antonio. *Sistema de Derecho Civil. Vol. II*. 6ª ed. Madrid: Tecnos, 1976, p. 72 y ss.

DÍEZ-PICAZO Y PONCE DE LEÓN, Luis. *La prescripción extintiva en el Código civil y en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*. Barcelona: Bosch, 1964, 1349 p.

DOUGLAS, Rohan. *Credit Derivative Strategies: New Thinking on Managing Risk and Return*. Bloomberg Press, 2007, 288 p.

DUCE SÁNCHEZ DE MOYA, Ignacio. «El contrato de swap». En *Cuadernos de Derecho judicial. Contratos bancarios y financieros*. Madrid: Consejo General del Poder Judicial, 1993.

DUFFIE, Darrell; SKEEL, David A. «A Dialogue on the Costs and Benefits of Automatic Stays for Derivatives and Repurchase Agreements». En *U. of Penn, Inst for Law & Econ Research Paper* No. 12-02, 2012, 26 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1982095>.

EALES, Brian; CHOUDHRY, Moorad. *Derivative Instruments: A Guide to Theory and Practice*. Oxford: Butterworth-Heinemann, 2003, 257 p.

EDWARDS, Franklin R; MORRISON, Edward R. «Derivatives and the Bankruptcy Code: Why the Special Treatment? » En *Columbia Law and Economics Research Paper*, No. 258, 2004, 36 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=589261>.

EISENBERG, David. *Islamic Finance: Law and Practice*. UK: Oxford, 2012, 376 p.

ENNECERUS, Ludwig. *Tratado de Derecho Civil. Tomo II, Vol. I*. Barcelona: Bosch, 1954, 2ª ed.

ERCANBRACK, Jonathan. *The Transformation of Islamic Law in Global Financial Markets*. UK: Cambridge, 2015, 424 p

ESTEBAN VELASCO, Gaudencio. «Art. 234. Ámbito del poder de representación». ROJO, FÉRNÁNDEZ RÍO, Ángel José.; BELTRÁN SÁNCHEZ, Emilio M. (coords.). *Comentario de la Ley de Sociedades de capital*. Madrid: Thomson Reuters-Civitas, Madrid, 2011, págs. 1682-1688.

ESTRUCH ESTRUCH, Jesús. «Eficacia e ineficacia del autocontrato». En *Anuario de Derecho Civil*, núm. LXVI-III, julio 2013, págs. 985-1043

FARRANDO MIGUEL, Ignacio. «Ley de Competencia Desleal y comercialización defectuosa de “swaps”». TOBÍO RIVAS, Ana María (coord.). *Estudios de derecho mercantil*. Madrid: Marcial Pons, 2013, p. 397-410.

FLAVELL, Richard R. *Swaps and Other Derivatives*. Chichester: John Wiley & Sons, 2012, 2ª ed., 392 p.

FEBBRAJO, T. *Violazione delle regole di comportamento e remedi civilistici», en Di Nella, L. (a cura di), La tutela del consumatore dei servizi finanziari. Applicazioni giurisprudenziali e attuazione delle direttive MiFID*. Nápoles: Edizioni Scientifiche Italiane, 2007, págs. 140-187

FERNÁNDEZ AGUADO, Juan Ignacio. «Comentario a la STS de 10 de julio de 2014, y su voto particular: clasificación de los contratos de permuta financiera (swaps de tipos de interés) en el concurso de acreedores. Curioso supuesto sobre la naturaleza procesal del recurso de casación». En *Boletín Mercantil*, núm. 18, Julio 2014.

FERNÁNDEZ-CARVAJAL GONZÁLEZ, Rodrigo. *Reflexiones y variaciones sobre textos de don Federico de Castro*. Murcia: Real Academia de Legislación y Jurisprudencia de Murcia, 1986, 47 págs.

FERNÁNDEZ CAMPOS, Juan Antonio. «La imposibilidad de cumplimiento de la prestación debida». En *Anales de Derecho*. Universidad de Murcia, nº 20, 2002, págs. 35-53.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro. «Repensar la protección del inversor: bases para un nuevo régimen de la contratación mobiliaria». En *Diario La Ley*, Nº 8549, Sección Doctrina, 28 de Mayo de 2015, Ref. D-212, Editorial LA LEY.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ GÓMEZ-ACEBO, Alejandro. *Las normas de conducta en el Derecho del Mercado de Valores*. Instituto de Estudios Económicos, 2000, 718 p.

FERNÁNDEZ DE BUJÁN, Antonio. «Los contratos de permuta y estimatorio». En *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, nº 9, 2003, p. 209-234.

FERNÁNDEZ GONZÁLEZ-REGUERAL, María Ángeles. *La resolución por incumplimiento en las obligaciones bilaterales*. Madrid: Wolters Kluwer (La Ley), 1998, 660 págs.

FERNÁNDEZ URZAINQUI, Francisco Javier. «La regla de la simultaneidad en el cumplimiento de las obligaciones bilaterales». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 639, marzo-abril de 1997, págs. 403-462.

FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. «Anulación de los contratos de swap por defectuosa información al cliente». En *Estudios de derecho del mercado financiero: homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo*, 2010, págs. 373-396.

FERRANDO VILLALBA, María de Lourdes. «SWAP: vicios del consentimiento y anulación del contrato». En *Diario La Ley*, n.º 7523, de 3 de diciembre de 2010.

FERRARINI, Guido A.; SAGUATO, Paolo. «Regulating Financial Market Infrastructures» (June 1, 2014). Forthcoming draft chapter, *The Oxford Handbook on Financial Regulation*, edited by Eilís Ferran, Niamh Moloney, and Jennifer Payne, (Oxford University Press). En *European Corporate Governance Institute (ECGI) - Law Working Paper No. 259/2014*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2450095>

FERRI-RICCHI, Amadeo. *El contrato de swap como tipo de derivado*. Madrid: Civitas, 2014, 450 p.

FIGUEROA YÁÑEZ, Gonzalo. *El Patrimonio*. Santiago de Chile: Editorial Jurídica de Chile, 1997, 767 p.

FIRTH, Denys C. et al. *Inside the Swap market*. Londres: International Financing Review, 1985, 180 p.

FITCH, Thomas P. *Dictionary of Banking Terms*. Nueva York: Barron's Educational Series, 5ª ed., 2006, 698 p.

FLORES DOÑA, María de la Sierra. «Transparencia sobre los derivados extrabursátiles». En *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2012, 20 págs.

FLORES DOÑA, María de la Sierra. «Ejes del mercado europeo de instrumentos financieros». En *Perspectivas del sistema financiero*, núm. 98, 2010, págs. 17-41.

FORTEA GORBE, José Luis. «Medidas cautelares en procesos de nulidad de contratos de permuta financiera de tipos de interés (swap's) y contratos marco de operaciones financieras. Jurisprudencia reciente de las Audiencias Provinciales en Práctica de Tribunales». En: *Práctica de Tribunales*, nº 93 (mayo 2012) [acceso por base de datos La Ley Digital]

FRANZEN, Dietmar. *Design of Master Agreements for OTC Derivatives*. Berlin: Springer, 2001, 184 p.

FRIEDMAN, Lawrence M. *A History of American Law*. Nueva York: Simon and Shuster, 2010, 784 p.

GALÁN LÓPEZ, Carmen. «Los “credit default swaps” (CDS): Una aproximación a su régimen jurídico». En *eprints.ucm.es*, 2012/57, junio de 2012

GÁLVEZ PASCUAL, Josep. «La protección de consumidores y usuarios en la contratación de permuta financiera o swap». En *Revista Doctrinal Aranzadi Civil-Mercantil*, n.º 9/2013.

GARCÍA ABURUZA, María Paz. «Ejecución hipotecaria y dación en pago y cláusula “Rebus Sic Stantibus”». En *Aranzadi Doctrinal*, n.º 6/2012.

GARCIA AMIGO, Manuel. *La cesión del contrato en el Derecho español*. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1964, p. 80.

GARCÍA AMIGO, Manuel. *Teoría general de las obligaciones y contratos: lecciones de Derecho Civil II*. Madrid: McGraw-Hill, 1995.

GARCÍA ANGULO, Bernardo. *Nulidad de los contratos swap en la Jurisprudencia*. León: Eolas Ediciones, 2012, 144 p.

GARCÍA CARACUEL, Manuel. *La alteración sobrevenida de las circunstancias contractuales*. Madrid: Dykinson, 2014, 526 p.

GARCÍA GARNICA, María del Carmen; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, Rafael. *Nuevas perspectivas del tratamiento jurídico de la discapacidad y la dependencia*. Madrid: Dykinson, 2014, 488 p.

GARCÍA PÉREZ, Rafael. «El ámbito objetivo de la aplicación de la Ley de Competencia Desleal». En *Derecho de los Negocios*, nº. 200, sección artículos, mayo 2007, págs. 7-18.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis. «El Derecho Bancario: Consideraciones generales». En *Anuario da Facultade de Dereito da Universidade da Coruña*, nº 3, 1999, págs. 243-306.

GARCÍA-PITA Y LASTRES, José Luis. *Tratado de Derecho Mercantil, Tomo XXXIX, V. 5.º*. Madrid: Marcial Pons, 2009, 620 p.

GARCÍA RUBIO, María Paz; OTERO CRESPO, Marta. «La responsabilidad precontractual en el Derecho contractual europeo». En *InDret: Revisa para el Análisis del Derecho*, n.º 2, 2010, 62 págs

GARCIMARTÍN ALFÉREZ, Francisco J. «Los principios de UNIDROIT sobre las cláusulas de *close-out netting*». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 19, Sección Estudios, Segundo semestre de 2013, Editorial LA LEY.

GARRIGUES DÍAZ-CABAÑETE, Joaquín. «Los usos de comercio (Significación del uso para el Derecho Mercantil) ». En *RDP*, 1944, p.

GARRIGUES, Joaquín. *Tratado de Derecho Mercantil*. Tomo I, Vol. I. Madrid: Revista de Derecho Privado, 1947,

GARRIGUES DÍAZ-CABAÑETE, Joaquín. *Contratos bancarios*. 2ª ed. Madrid: Imprenta Aguirre, 1975, 698 p.

GARRIGUES DÍAZ-CABAÑETE, Joaquín. *Curso de Derecho Mercantil T. III. Vol. 1º*. Madrid: 1963, 1820 p.

GARRIGUES DÍAZ-CAÑABATE, Joaquín. «Los usos de comercio (Significación del uso para el Derecho Mercantil)». En *RDP*, 1944, págs. 822 y ss.

GASTAÑADUI ESPINOZA, Alejandro. *Aspectos jurídicos y tributarios de los Contratos Derivados con especial atención a las operaciones de cobertura con Contratos a Futuro. Necesidad de un tratamiento tributario eficiente de la gestión del riesgo empresarial*. Lima, 1998, p.81. Tesis doctoral.

GETE-ALONSO Y CALERA, María del Carmen. *Estructura y función del tipo contractual*. Barcelona: Bosch, 1979, 731 p.

GILI SALDAÑA, Mª Angels. «Los efectos de la declaración de abusividad tras la aprobación de la Ley 3/2014, de 27 de marzo, por la que se modifica el TRLGDCU». En *La Ley Mercantil*, n.º 10, 205, págs. 46-61.

GOODE, Roy. *Principles of Corporate Insolvency Law*. Londres: Sweet & Maxwell, 2011, 1081 p.

GÓMEZ GUSI, Josep Lluís. «SWAP: Una figura controvertida». En *Lo Canyeret, Revista del Colegio de Abogados de Lleida*, nº 69, 2011, págs. 20-31.

GONDRA ROMERO, José María. «La moderna “Lex Mercatoria” y la Unificación del Derecho del Comercio Internacional». En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 127, enero-marzo, 1973, p. 26 y 27.

GONZÁLEZ DE LOS SANTOS, María. «El fracaso del “swap” desde la perspectiva de la formación del consentimiento». En *Revista xurídica galega*, n.º 67, 2010 p. 31-45.

GONZÁLEZ PUEYO, Javier. *Organización de los mercados de derivados y las cámaras de contrapartida central*. Col. Monografía nº 35. CNMV: 2009, 52 págs.

GOTSHAL, Weil & MANGES LLP. *Reorganizing Failing Businesses*. Chicago: American Bar Association, 2007, 1200 p.

GREENE, Edward F. *U.S. Regulation of the Internal Securities and Derivatives Markets*. Nueva York: Wolters Kluwer, 2015, 3165 p.

GREGORY, Jon. *The Xva Challenge: Counterparty Credit Risk, Funding, Collateral and Capital*. 3ª ed. UK: Wiley, 2015, 496 p.

GRODY, Allan D; HUGHES Peter J; REININGER, Daniel. «Final Report on Global Identification Standards for Counterparties and Other Financial Market Participants». En *Journal of Risk Management in Financial Institutions – Special Issue on Counterparty Risk*, Vol. 5, No. 2, marzo 2015, 69 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2016874>.

GRUNDMAN, Stefan; ATAMER, Yesim M. *Financial Services, Financial Crisis and General European Contract Law: Failure and Challenges of Contracting*. The Netherlands: Kluwer Law International, 2011, 324 p.

GUAÑO COSTALES, Juan. *Derivados financieros: forwards, opciones y swap en la legislación ecuatoriana vigente*. Quito, 2005, 95 p.

HAENTJENS, Matthias; WESSELS, Bob. *Research Handbook on Crisis Management in the Banking Sector*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2015, 624 p.

HARDING, Paul C. *Mastering the ISDA Master Agreements (1992 and 2002): A Practical Guide for Negotiators* (2.ª ed). New Jersey: Prentice Hall, 2004, 745 p.

HARDING, Paul C. JOHNSON, Christian A. *Mastering Collateral Management and Documentation: A practical guide for negotiators*. Londres: Prentice Hall, 2002, 592 p.

HASSAN Kabir; MAHLKNECHT, Michael. *Islamic Capital Markets: Products and Strategies*. UK: Wiley, 2011, 452 ss.

HELGUERA, Enrique. El precio en la compraventa. En *Boletín del Instituto de Derecho Comparado de México*, nº 28, 1957, p.61-91

HERRANZ MARTÍN, Felipe M. *Los Derivados y el Riesgo de Mercado. Fundamentos, tratamiento contable y cálculo de sensibilidad*. Madrid: Asociación española de contabilidad y administración de empresas, 2001, 492 p.

HERRANZ MARTÍN, Felipe M (coord.). COSTA TODA, Alicia; ZAMORA RAMÍREZ, Constancio; MACHOTA BLAS, María. Los instrumentos financieros derivados y las operaciones de cobertura. En *AECA (Revista de la Asociación Española de Contabilidad y Administración de Empresas)*, n.º 65, 2003, págs. 53-58.

HERRANZ MARTÍN, Felipe M. (Coordinador); COSTA TODA, Alicia; ZAMORA RAMÍREZ, Constancio; MACHOTA BLAS, María. Monografías sobre las normas internacionales de información financiera instrumentos financieros derivados y operaciones de cobertura, págs. 18 y 19.

HENDERSON, Schuyler K.; PRICE, John A.M. *Currency and Interest rate Swaps*. Londres: Butterworths, 1988, 2ª ed., 212 p.

HENDERSON, Schuyler K. *Henderson on Derivatives*. Londres: LexisNexis, 2010, 2.ª ed., 1281 p.

HILSENRAD, Arthur. *Las obligaciones precontractuales*. Navarra: Analecta ediciones y libros SL, p. 43 y 44.

HU, Henry. «Seller's remorse and OTC derivatives». En *International Financial Law Review*, abril 1995, págs. 43 y 44.

HU, Henry. «Misunderstood derivatives: the causes of informational failure and the promise of regulatory incrementalism». En *The Yale Law Journal*, vol. 102, N.º 6, 1993, pág. 1457-1513.

HU, Henry. «Too complex to depict?: Innovation, "Pure information" and the SEC Disclosure Paradigm», En *Texas Law Review*, vol. 90, n.º 7, 2012, págs. 1600-1715.

HUDSON, Alistair. *The Law of Financial Derivatives*. Londres: Sweet&Maxwell, 5.ª ed., 2012, 1452 p.

HULL, John C. *Introducción a los mercados de futuros y opciones*. México: Pearson, 2014, 8ª ed., 576 p.

HULL, John C. *Risk Management and Financial Institutions*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2015, 4ª ed., 752 p

IBAÑEZ JIMENEZ, Javier Wenceslao. «La nueva transcendencia social de los contratos normalizados de opción negociados en mercados secundarios de productos o instrumentos derivados». En *Revista de Derecho Mercantil*, nº 220, 1996, págs. 389-456.

IBAÑEZ JIMÉNEZ, Javier Wenceslao. «Validez y oponibilidad de la cláusula de compensación convencional (netting by close-out) en el contrato de permuta financiera (swap)». En *Revista General de legislación y jurisprudencia*, n.º 4, 2011 págs. 829-866. Disponible en: <http://vlex.com/vid/193060>.

IHERING. *Oeuvres choisies*. París: 1893, p.1.

INTERNATIONAL SWAP DEALERS ASSOCIATION. *Code of standard wording, assumptions and provisions for swaps*. New York: ISDA, 1986, 43 págs.

JALÓN PEÑA, Jaime; VICENTE GISBERT, Yuste. *Swaps en el mercado español*. Madrid: Bolsa de Valores Nacional, p. 6

JAMES, Simon. *The Law of Derivatives*. Nueva York: Informa Law, 2014, 350 p.

JAMES, Tom; FUSARO, Peter C. *Energy and Emissions Markets: Collision or Convergence*. Singapore: Wiley: 2011, 250 p.

JAMES, Tom. *Energy Markets: Price Risk Management and Trading*. Singapore: Wiley, 2012, 250 p.

JAUREGUI, María de los Ángeles. *Tratado sobre instrumentos derivados financieros*. 1ª ed. Buenos Aires: La Ley, 2003, 1375 p.

JORDANO BAREA, Juan Bautista. *Los contratos atípicos*. Madrid: Instituto Editorial Reus, 1953, 68 p.

JOHNSON, Simon; KWAK, James. *13 Bankers. The Wall Street Takeover and the Next Financial Meltdown*. Random House: New York, 2010, 320 p.

JOHNSON, Vincent R. «International Financial Law: The case against close-out netting». En *Boston University International Law Journal*, vol. 33, 2015, págs. 101-125.

JUAN GÓMEZ, Mateo. «Los efectos del tiempo en la acción de nulidad dirigida frente a contratos bancarios». En *Diario La Ley*, n.º 8255, sección Doctrina, 20 de febrero de 2014, 25 p.

JUAN GÓMEZ, Mateo. «Aproximación práctica a la figura del *interest rate swap* o permuta financiera de tipos de interés». En *Diario La Ley*, núm. 7581, Sección Doctrina, de 3 de marzo de 2011.

KALBAUGH, Gary E. «Including Derivatives Providers in Intercreditor Arrangements» (October 1, 2012). En *44, No. 4 Uniform Commercial Code Law Journal*, Art. 2, 2012. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2550578>.

KIM, Kenneth A. *Global Corporate Finance: A Focused Approach*. Singapur: World Scientific, 2011, 424 p.

KOLB, Robert W. OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2003, 3ª ed., 336 p.

KOLB, Robert W; OVERDAHL, James A. *Financial Derivatives: Pricing and Risk Management*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2009, 528 p.

KRIMMINGER, Michael. «The Evolution of U.S. Insolvency Law for Financial Market Contracts», 2006, 25 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=916345>

KWAW, Edmund M.A. *The Law & Practice of Offshore Banking & Finance*. Conéctica: Greenwood, 1996, 236 p.

LABANDA PUERTA, Arturo. *Derivados de riesgo de crédito. Tipo y Utilidades*. Tesis doctoral, Madrid, 2005.

LACRUZ BERDEJO, José Luis. *Elementos de Derecho civil. Tomo II, Vol. I*. Madrid: Dykinson, 1999, p. 371

LACRUZ MANTECÓN, Miguel L. *Formación del contrato de seguro y cobertura del riesgo*. Madrid: Reus, 2013, 240 p.

LAMOTHE FERNÁNDEZ, Prosper. SOLER, José Antonio. *Swaps y otros derivados OTC en tipos de interés*. Madrid: McGraw-Hill, 1996, 376 p.

LANDWELL (Abogados y Asesores fiscales). *Responsabilidad de administradores y directivos*. Navarra: Aranzadi, 2003, p. 115.

LARA AGUADO, Ángeles. «Cláusulas de aceptación de condiciones generales». SÁNCHEZ LORENZO, Sixto (coord.). *Cláusulas en los contratos internacionales*. Redacción y análisis. Barcelona: Atelier, 2012, págs. 74-101.

LASARTE ALVAREZ, Carlos. *Principios de Derecho civil. Tomo III, Contratos*. Madrid: Editorial TRIVIUM, 1995, 3ª ed. 133 p.

LEONOVA, Irina S.; JENKINSON, Nigel. «The Importance of Data Quality for Effective Financial Stability Policies Legal Entity Identifier: A First Step Towards Necessary Financial Data Reforms». En *Financial Stability Review*, Banque De France, No. 17, abril 2013. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2538229>

LEONSEGUI GUILLOT, Rosa Adela. «El contrato de opción como contrato atípico de tracto único: examen jurisprudencial de la aplicabilidad de la resolución por el cambio o alteración de las circunstancias». En *Revista de Derecho UNED*, n.º 10, 2012, págs. 315-345.

LIMA JUNIOR, João Manoel. «Procter & Gamble vs. Bankers Trust: A Study of Derivatives Contracts (August 13, 2010)». Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1658496>

LIU, Qiao; LEJOT, Paul; ARNER, Douglas W. *Finance in Asia: Institutions, Regulation and Policy*. Nueva York: Routledge, 2013, 607 p.

LÓPEZ DOMÍNGUEZ, Ignacio. *Opciones y futuros: conceptos, técnicas y mercados*. Madrid: Instituto Superior de Técnicas y Prácticas Bancarias, 1993, 400 págs.

LÓPEZ JIMÉNEZ, David. «La pugna entre libertad de expresión y competencia desleal: valoraciones en torno a la resolución del jurado de la publicidad, de 26 de julio de 2012, AUC vs. Sportium en materia de juego». En *Revista de Contratación Electrónica*, núm 120, octubre 2012, pág. 17.

LÓPEZ JIMÉNEZ, José M^a. «Swaps: entre la cobertura de riesgos y la especulación». En *Boletín Mercantil Sepin*, octubre, 2012, www.sepin.es.

LÓPEZ SAN LUIS, Rocio. *La capacidad contractual del menor*. Madrid: Dykinson, 1^a ed, 2001, 270 p.

LUBBEN, Stephen J. «Repeal the Safe Harbors». En *American Bankruptcy Institute Law Review*, vol. 18, 2010, 20 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=1497040>.

LUDWIG, Mary S. *Understanding interest rate swaps*. Nueva York: McGraw-Hill, 1993, 320 p.

LLANA VICENTE, Marino de la. «Contratos sobre productos financieros derivados (Swaps): inexistencia de error vicio pese al cambio de los tipos de interés». En *Revista del CGPJ*, nº 95, 2013, págs. 34-36.

MADRID PARRA, Agustín. «Respuestas jurídicas a la crisis financiera de 2008». En *Cuadernos de derecho y comercio*, n.º 57, 2012, págs. 13-105.

MALONEY, Niamh. *EU Securities and Financial Markets Regulation*. Oxford University Press, 2014, 1044 p.

MALOY, Paul. «Origen, historia y futuro del Swap. Definición y tipos». V.V.A.A. *Las operaciones swap como instrumentos para mejorar la financiación de la empresa*. Madrid: Instituto de empresa, 1985, 295 p.

MALUMIÁN, Nicolás. *Contratos Derivados: Futuros, Opciones y Swaps. Aspectos Jurídicos y Fiscales* 1ª ed. Buenos Aires: La Ley, 2003, 219 p.

MANN, F.A. *The legal aspects of Money*. With special reference to Comparative Private and Public International Law. Oxford: Clarendon Press, 5ª ed., 1992, 662 págs.

MANINI CHUNG, Jorge. Tratamiento tributario de las principales innovaciones financieras. Sub Tema I. Instrumentos Financieros Derivados (Forwards, Futuros, Opciones y Swaps). En *Revista Peruana de Derecho Tributario*. Volumen Nº. 33. Lima: 1997

MANSO OLIVAR, Rubén: Los contratos de permuta financiera como coberturas del riesgo de interés. Serie "Estudios europeos". Madrid: Universidad Europea de Madrid-CEES Ediciones, 1996, 118 págs.

MARCHETTE, Peter. «The Bankruptcy Court's Ruling in the Lehman-Metavante Matter. Has the Ticking time Bomb of Enron vs. TXU Exploded or been Defused? » En *Futures*

& *Derivatives Law Report*, Vol. 30, No. 2, February 2010; NYLS Legal Studies Research Paper No. 09/10 #29. Disponible en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1568425>

MARÍN LÓPEZ, Manuel Jesús. «El "nuevo" concepto de consumidor y empresario tras la Ley 3/2014, de reforma del TRLGDCU». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, Nº. 9, 2014 (Ejemplar dedicado a: LA LEY 3/2014, por la que se modifica la Ley General para la Defensa de los Consumidores y Usuarios), págs. 9-16.

MARÍN NARROS, Héctor Daniel. «Las permutas financieras: SSTs de 15 de noviembre de 2012, de 29 de octubre de 2013 y de 20 de enero de 2014». MARÍN NARROS, Héctor Daniel (coord.); CÁRDENAS GÁLVEZ, Francisco Javier. *Compendio y análisis de los principales pronunciamientos del Tribunal Supremo en materia financiera*. Madrid: Bosh, 2014, 444 p.

MARÍN NARROS, Héctor Daniel. «Los principales aspectos controvertidos en la litigiosidad de los swaps». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 737, mayo de 2013, págs. 1477-1531.

MARÍN NARROS, Héctor Daniel; AGUILAR LOBATO, Sergio. «La aplicación de la normativa MIFID y el artículo 79 quáter de la LMV en los contratos bancarios conforme a la interpretación efectuada por la STJUE de 30 de mayo de 2013, por la SAN de 15 de julio de 2013 y por la jurisprudencia del Tribunal Supremo». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 749, Mayo 2015, págs. 1694-1723

MARÍN NARROS, Héctor Daniel. «La aplicación de la cláusula rebus sic stantibus en los contratos bancarios y su interpretación por la STS de 29 de octubre de 2013 y la jurisprudencia menor». En *Revista Crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 747, enero de 2015, págs. 532-559.

MARSHALL, John F; KAPNER, Kenneth R. *The Swaps Market*. Miami: Kolb Publishing Company, 1993, 288 p.

MARTÍ GUTIÉRREZ, Lorena. Mercados oficiales de futuros y opciones. En *Escuela de Hacienda Pública. Instituto de Estudios Fiscales*. Vol. 12, 2011, págs. 101-109.

MARTÍN MARTÍN, José Luis; TÉLLEZ VALLE, Cecilia. *Finanzas internacionales*. Madrid: Paraninfo, 2.^a ed., 2014, 608 p.

MARTÍN MÁRQUEZ, Virginia. La fianza: tratamiento jurídico en el Derecho español y en la contratación internacional. En *Anuario de la Facultad de Derecho (Universidad de Extremadura)*, nº 16, 1998, p. 201

MARTÍN MOLINA, Pedro B. *La reforma de la Ley Concursal analizada por especialistas* (2012). Madrid: Dykinson, 2012, 1^a ed., 520 p.

MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. «Delimitación del error en los contratos de swap». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 130, 2013, págs. 293-308.

MARTÍNEZ ESCRIBANO, Celia. «El sometimiento a arbitraje de los contratos de permuta financiera (swaps)». En *Arbitraje: revista de arbitraje comercial y de inversiones*, Vol. 6, nº 2, 2013, págs. 415-425.

MARTÍNEZ ESPÍN, Pascual. «¿Qué hay de nuevo en materia de cláusulas abusivas?». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 9, 2014, págs. 76-84.

MARTÍNEZ ESTÉVEZ, Aurelio. *Mercados Financieros Internacionales*. Madrid: Civitas, 2000, 747 p.

MARTÍNEZ LE CLAINCHE, Roberto. *Curso de teoría monetaria y política financiera*. México: Universidad Nacional Autónoma de México, 1996, 350 p.

MARTÍNEZ ROSADO, Javier. *Una aproximación a la problemática jurídica de los productos derivados: en especial, las permutas financieras de tipos de interés*. Disponible: http://eprints.ucm.es/17680/1/PAPER_HARVARD_JMR_2012.pdf, 2013, 25 p.

MARTÍNEZ VELONCOSO, Luz M. «Riesgo negocial v. cláusula “rebus sic stantibus”». En *Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 1, 2011, 17 p.

MAS-GUINDAL GARCÍA, Julia. «La improcedencia del cobro de cuota de cancelación anticipada en un contrato de swap a la luz de los criterios de interpretación del Código Civil». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º. 131, 2013, págs. 219-246.

MASCAREÑAS PÉREZ-ÍÑIGO, Juan. «Mercado de Derivados Financieros: Swaps». En *Monografías de Juan Mascareñas sobre Finanzas Corporativas*. Disponible en: <http://pendientedemigracion.ucm.es/info/jmas/mon/43.pdf>.

MASSAGUER FUENTES, José. «Las prácticas agresivas como acto de competencia desleal». En *Actualidad jurídica (Uría & Meléndez)*, núm. 27, setiembre 2010, págs. 17-32.

MASSARI, Jai R. «Foreign Bank Cross-Border Trading under the Volcker Rule: The 'Trading Outside the United States' Exemption's Incongruous Consequences». En *Capital Markets Law Journal, Forthcoming*, 15 de junio de 2015. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2595603>

MATEU DE ROS, Rafael. «La ley sobre comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». En *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 49, 2009, págs. 101-123.

MAYORGA TOLEDANO, María Cruz. «Transmisión del riesgo de tipo de interés de préstamos hipotecarios a través de derivados financieros. El deber de asesoramiento en su contratación». En *Revista de Derecho Civil*, vol. II, núm. 4, octubre-diciembre 2015, págs. 173-176.

MAZA GAZMURI, Íñigo de la. «Deber de informar, dolo incidental e incumplimiento contractual. Nota a la STS de 11 de julio de 2007». En *Anuario de derecho civil*, vol. 60, nº. 4, 2007, págs. 1843-1859.

MEHRA, Alexander. «Legal Authority in Unusual and Exigent Circumstances: *The Federal Reserve and the Financial Crisis*». En *University of Pennsylvania Journal of Business Law*, vol. 13, núm. 1, 2010, págs. 221-273.

MEJÍAS LÓPEZ, Javier. «Competencia de la junta general de sociedades de capital en materia de gestión: relaciones internas y externas». En *Diario LA LEY*, nº 8608, septiembre de 2015.

MELÓN INFANTE, Fernando. «El contrato de permuta en el Código Civil». En *Revista de Derecho Privado*, tomo 45, 1961, pág. 709.

MÉNDEZ TOJO, Ramón. «La permuta financiera de tipos de interés o swap: error en el consentimiento o contrato consentido». En *Diario La Ley*, núm. 7956, 2012.

MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio. *La competencia desleal*. Madrid: Civitas, 1988, 176 p.

MENGLE, David. «The Importance of Close-Out Netting». En *ISDA Research Notes*, núm. 1, 2010, 7 p.

MERCADAL VIDAL, Francisco; HERNÁNDEZ PAULSEN, Gabriel. *La comercialización de Swaps de tipos de interés por las entidades de crédito. Estudio sobre la jurisprudencia de las Audiencias Provinciales*. Barcelona: Bosch, 2012, 316 p.

MERCADAL VIDAL, Francisco. «La comercialización de swaps de tipos de interés como parte de productos financieros: comentario de la sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Cuarta) de 30 de mayo de 2013». En *Diario La Ley*, n.º 8138, 2013.

MERCADAL VIDAL, Francisco. «La caracterización jurídica de los derivados OTC: algunas reflexiones a propósito del voto particular a la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio de 2014». En *LA LEY mercantil*, Nº 7, Sección Mercado de valores y bancario, octubre 2014.

MERINO HERNÁNDEZ, José Luis. *El contrato de permuta*. Madrid: Tecnos, 1978, 461 p.

MESÉN FIGUEROA, Vernor. «Los instrumentos financieros derivados: concepto, operación y algunas estrategias de negociación». En *Ciencias económicas*, vol. 26, nº 2, 2008, págs. 243-256.

MESSINEO, Francesco. *Doctrina general del contrato*. 2 Tomos. Buenos Aires: El Foro, 1986, 1100 p.

MESSINEO, Francesco. *Manuale di Diritto civile e commerciale*, Volumen I, Giuffrè, Milán 1957, 682 p.

MEHTA, Dileep; FUNG, Hung-Gay. *International Bank Management*. Oxford: John Wiley & Sons, 2008, 416 p.

MEYRIER, Francis. Les contrats d'échanges de devises et de taux d'intérêt (swaps). En *Droit et Pratique du Commerce International*, tomo 12, nº 1, 1986, págs. 9-31.

MILNE, Alistair; PARBOTEEAH, Paul. «Counterparty Risk Management and The Global Legal Entity Identifier (LEI)», 20 de noviembre de 2014. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2528436>

MIXON, Scott. «Dividend Swaps and Dividend Futures: Stay of Play». 31 de octubre de 2014. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=2579353>

MORALES MORENO, Antonio Manuel. *El error en los contratos*. Madrid: Ceura, 1988, 383 p.

MORALES MORENO, Antonio. «Artículos 1269 y 1270». ALBADALEJO GARCÍA, Manuel. *Comentarios al Código Civil*. Tomo XVII, vol. 1ª B: Artículos 1261 a 1280 del Código Civil. Madrid: Edersa, 2004.

MORILLAS CUEVA, Lorenzo (dir.) ; SUÁREZ LÓPEZ, José María (coord.). *Derecho y consumo: aspectos penales, civiles y administrativos*. Madrid: Dykinson, 2013, 846 p.

MORILLAS JARILLO, María José; PERALES VISCASILLAS, Pilar (dirs.). *Estudios sobre el futuro Código Mercantil. Libro homenaje al profesor Rafael Illescas Ortiz*. Madrid: Universidad Carlos III de Madrid, 2015, 2131 p. Disponible en: <http://e-archivo.uc3m.es/handle/10016/21115>

MOTOS GUIRAO, Miguel. «La interpretación del contrato mercantil y el art. 59 del Código de Comercio». En *Revista Jurídica de Cataluña*, 1955, págs. 36 y 43.

MULLERAT BALMAÑA, Ramón María. «Los últimos 50 años del derecho (aproximación retrospectiva) y los futuros 50 años (aproximación prospectiva) ». En *Derecho de los negocios*, n.º 242, 2010, págs. 7-14.

MUÑIZ ESPADA, Esther. «Adquisición de productos financieros y los riesgos de asimetría en la información». En *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, n.º 739, 2013, págs. 3021-3062.

MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El contrato marco de operaciones financieras en concurso». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal: Anales de doctrina, praxis, jurisprudencia y legislación*, n.º 17, 2012, págs. 111-130.

MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. «El mercado de derivados OTC. Iniciativas de reforma». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores* n.º 8, 2011, págs. 23-72.

MUÑOZ PÉREZ, Ana Felicitas. *Los derivados financieros equity y el gobierno corporativo de las sociedades*. Madrid: Marcial Pons, 2013, 298 p.

NACIONES UNIDAS. *Anuario de la Comisión de las Naciones Unidas para el Derecho Mercantil Internacional*. Anuario. Volumen XXXII: 2001. Nueva York: United Nations Publications, 2005, 614 p.

NASARRE AZNAR, Sergio. «Malas prácticas bancarias en la actividad hipotecaria». En *Revista de Derecho Inmobiliario*, n.º 727, 2011, págs. 2665-2737.

NAVAS CUSI, Miriam. «Anulación de laudo arbitral por ser contrario al orden público. Comentario a la Sentencia del TSJ Madrid número 31/2015 de 14 de abril». En *Diario La Ley*, Nº 8542, Sección Tribuna, 19 de Mayo de 2015.

NGUYEN, Tho. WU, Jian. «A New Classification of Exotic Options. En Bankers, Markets and Investors», No. 112, May - June 2011. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1735805>.

NORTON, Joseph. «A New International Financial Architecture? Reflections on the Possible Law-based Dimension». En *The International Lawyer*, vol. 33, n.º 4, 1999, págs. 891-926.

O'CALLAGHAN MUÑOZ, XAVIER. *Compendio de Derecho Civil. T. 1. Parte general*. 3º ed. Madrid: Editorial Revista de Derecho Privado, 1997, 448 p.

O'CALLAGHAN MUÑOZ, Xavier. *Código Civil comentado y con Jurisprudencia*. Madrid: La Ley, 3ª ed., 2012, 2292 p.

OELLERMANN, Charles; DOUGLAS, Mark G. «The Year in Bankruptcy: 2010». En *United States Law Articles in English*, 2011, 81 p.

OGAYAR Y AYLLÓN, Tomás. *Efectos que produce la obligación bilateral. Doctrina jurisprudencial sobre los artículos 1124 y 1504 del Código Civil*. Navarra: Aranzadi, 1983, 123 p.

OLIVA BLÁZQUEZ, Fernando. «Error en la contratación de un producto financiero atípico de alto riesgo. Comentario a la SAP de Soria de 12 de febrero 2004 (AC 2004, 186)». En *Revista Aranzadi de Derecho Patrimonial*, nº. 13, 2004, págs. 217-227.

OLIVENZA RUIZ, Manuel. Calificación concursal del crédito resultante de la liquidación por vencimiento anticipado de un acuerdo de compensación contractual (ACC), con especial consideración del que incluya swaps de intereses. En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, nº 120, octubre 2010, p. 9-64

OLIVENZA RUIZ, Manuel. «Las fuentes del Derecho Mercantil». JIMÉNEZ SÁNCHEZ, Guillermo J (coord.). *Derecho Mercantil I*. Barcelona: Bosch, 2009, 13ª ed., págs. 48-56.

OLLÉ, Enric. Regulación EMIR y su impacto en la transformación del negocio de los derivados OTC. En *Observatorio de Divulgación Financiera*, n.º 15, 2014, págs. 2 y ss.

PAECH, Philipp. «The Value of Insolvency Safe Harbours». En *LSE Legal Studies Working Paper*, No. 9/2015, 33 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2578521>.

PAECH, Philipp. «Close-Out Netting, Insolvency Law and Conflict of Laws». En *LSE Law, Society and Economy Working Papers*, 14/2014, 34 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2414400>

PAGADOR LÓPEZ, Javier. «Los swaps en el sistema contractual español». En *Derecho de los Negocios*, Nº 257, Febrero 2012, págs. 25-32.

PAGET, Bernard. «La gestión de taux d'intérêt, les swaps d'intérêts comme outil de gestion du passif des entreprises». En *Banque*, 1986, nº 461, mayo, 473 p.

PANCORBO LÓPEZ, Manuel Luis. *Las costumbres y los usos bancarios, como fuentes del derecho: su concreción en materia de protección de la clientela bancaria*. Tesis doctoral. Granada, 2005, 582 p.

PARELLADA, Ricardo. «El principio de precaución y las oportunidades políticas perdidas». En *Dilemata*, ISSN-e 1989-7022, Nº. 11, 2013 (Ejemplar dedicado a: Riesgos, cautelas y el principio de precaución), págs. 127-137.

PARKER, Edmund. *Credit Derivatives. Documenting and Understanding Credit Derivative Products*. Londres: Globe Law and Business, 2007, 558 p.

PARTNOY, Frank. *The shifting contours of global derivatives regulation*. San Diego: U San Diego Law & Econ Research Paper N.º 15, 2001, vol. 22, pp. 421-495. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=281361>

PLANA PALUZIE, Álex. «Análisis teórico y práctico de la anulabilidad de los swaps». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, nº. 1, 2013, págs. 143-178.

PEERY, Gordon F. *The Post-Reform Guide to Derivatives and Futures*. New Jersey: John Wiley & Sons, 2012, 432 p.

PEINADO GRACIA, Juan Ignacio. *El contrato de comisión cooperación y conflicto: La comisión en garantía*. Madrid: Civitas, 1996, 220 p.

PERALES VISCASILLAS, Pilar. «Contratos de permuta financiera y arbitraje: cuestiones procesales y sustantivas». En *Revista del Derecho del Mercado de Valores*, nº. 7, 2015, págs. 10-67.

PERTÍÑEZ VÍLCHEZ, Francisco. *Las cláusulas abusivas por un defecto de transparencia*. Navarra: Aranzadi, 2004, 262 p.

PEYNOT, Daniel. *Gestion financière internationale des entreprises*. París: Montchrestein, 1987, 3ª ed., 330 p.

PÉREZ DAUDÍ, Vicente. «Aspectos procesales de la impugnación de los contratos de permuta financiera o SWAP». En *Diario La Ley*, 2011.

PÉREZ GUERRA, Miguel. «Operaciones de derivados con sobrepuestos». En *Diario La Ley*, n.º 8251, 2014.

PÉREZ GUERRA, Miguel. «El abuso de mercado: «business as usual» en las operaciones de derivados». En *Diario La Ley*, n.º 8582, julio 2015.

PÉREZ RAMOS, Carlos. «La autocontratación en materia societaria y en la formalización de los negocios bancarios». En *Cuadernos de derecho y comercio*, núm. 55, junio 2011, págs. 145-186.

PÉREZ-SERRABONA GONZÁLEZ, José Luis. «Contratos atípicos en el ámbito mercantil español y europeo». ADAMA GODDARD, Jorge (Coord.). México: *Derecho Privado. Memoria del congreso internacional de culturas y sistemas jurídicos comparados*, 1ª ed., 2005, págs. 277-316.

PIRRONG, Craig. «The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a Central Counterparty» (8 de enero, 2009). Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1340660>.

PRICE, John. HENDERSON, Schuyler. *Currency and Interest Rate Swaps*. Londres: Butterworths, 1998, 144 p.

PUIG BRUTAU, José. *Fundamentos de Derecho civil. Tomo 2, Vol. 1. Doctrina general del contrato*. Barcelona: Bosch, 1995, 3ª ed., 505 p.

PULIDO BEGUINES, Juan Luis. «El deber de las entidades financieras de informar al cliente: la normativa MiFID». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, núm. 130, abril-junio 2013, págs. 7-47.

QUIÑONERO CERVANTES, Enrique. «El dolo omisivo». En *Revista de derecho privado*, vol. 63, n.º. 4, 1979, págs. 345-357

RAGEL SÁNCHEZ, Luis Felipe. «Principios y criterios legales de la interpretación del contrato». En *Aranzadi civil: revista quincenal*, n.º 3, 2009, págs. 2805-2826.

RALUCA STROIE, Iuliana. «Deberes de información en los contratos de permuta financiera». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 5/2013, págs. 124-151.

RATNER, David L.; HAZEN, Thomas Lee. *Securities Regulations in a Nutshell*. Minnesota: Thomson/West, 2005, 346 p.

RAUSSER, Gordon C; BALSON, William; STEVENS, Reid B. «Centralized Clearing for Over-the Counter Derivatives». Septiembre 2009. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1475351>

RECALDE, Andrés. «Jurisprudencia oscilante en materia de swaps: concreción de los deberes de información del banco (STS, pleno de la sala civil, de 20 de enero de 2014); y nueva sentencia (STS 17 de febrero 2014) que casa la decisión de la audiencia al no estimar error del cliente, porque el régimen de cancelación “no es esencial”». En *Boletín Mercantil*, núm. 16, 2014.

RECHTSCHAFFEN, Alan N.; TRICHET, Jean-Claude. *Capital Markets, Derivatives, and the Law: Evolution After Crisis*. Nueva York: Oxford University Press, 2014, 455 p.

REDONDO APARICIO, Agustín. Problemas de aplicación de los controles de inclusión de condiciones generales a determinadas formas de contratación entre profesionales (reglas y usos uniformes de la CCI, contratos ISDA, CMOF y similares). En *Actualidad jurídica Uría Menéndez*, nº Extra 1, 2011, págs. 244-251.

REDONDO TRIGO, Francisco. «La nulidad absoluta de los derivados financieros por incumplimiento de la normativa MiFID». En *Revista crítica de derecho inmobiliario*, n.º 723, 2011, págs. 625-655.

REDONDO TRIGO, Francisco. «Swap y sinalagma». En *Revista crítica de Derecho Inmobiliario*, núm. 783, 2013, págs. 2771-2790.

RIVERO ALEMÁN, Santiago. *Crédito, Consumo y Comercio electrónico. Aspectos jurídicos bancarios*. Navarra: Aranzadi, 2002, 705 p.

ROCA-SASTRE, Ramón María; PUIG BRUTAU, José. *Estudios de derecho privado*, volumen I. Madrid: Aranzadi, 2009, 1206 p.

ROBERTS, Graham. *Law Relating to International Banking*. Abington: Woodhead, 1998, 341 p.

RODRÍGUEZ, Guillermina Ester. «La problemática de los swaps en los procedimientos concursales». En *Newsletter Pérez-Llorza*. Enero 2011, p. 4.

RODRÍGUEZ ACHUTEGUI, Edmundo. «Los swaps también han de cumplir la directiva MIFID: STJUE 30 de mayo de 2013». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, num. 6, 2013, págs. 77-83.

RODRÍGUEZ ACHÚTEGUI, Edmundo. «La alegación de nulidad en los contratos bancarios». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, núm. 3, junio de 2014, págs. 21-18.

RODRÍGUEZ BORJA, Ramón. *Los Credit Default Swaps: estructura jurídica y operatividad financiera*. Quito: 2010, Tesis doctoral, 165 p.

RODRÍGUEZ LÓPEZ, Concha. «La interrupción extrajudicial de la prescripción extintiva». En *Práctica de tribunales: revista de derecho procesal civil y mercantil*, n.º 31, 2006, págs. 27-40.

RODRÍGUEZ PINTO, María Sara. *Autocontratación y conflicto de intereses en el Derecho Privado Español*. Madrid: Colegio de Registradores de la Propiedad y Mercantiles de España: 2005, 407 p.

RODRÍGUEZ-ROSADO, Bruno. *Resolución y sinalagma contractual*. Madrid: Marcial Pons, 2013, 326 p.

RODRÍGUEZ SIERRA, Cristina. «Presentación de la Jurisprudencia al detalle. Swap: evolución jurisprudencial». En *Revista Sepin*, Mayo 2012.

ROGERS, William. *The Swap market in 1990*. Corporate law and practice course handbook series; no. 689. New York: Practising Law Institute, 1990. 752 p.

ROGERS, William P, Jr. *Basics of swaps 1991*. Corporate law and practice course handbook series; no. 745. New York: Practising Law Institute, 1991. 264 p.

ROJO AJURIA, Luis. *El Dolo en los Contratos*. Madrid: Civitas, 1994, 320 p.

ROMAN LLAMOSI, Sofía. «Los contratos bancarios-Aumento litigiosidad y respuesta tribunales». En *Revista de Derecho Vlex*, núm. 131, 2015.

ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. *Aspectos jurídicos del contrato internacional de swap*. 1ª ed. Barcelona: Bosch, 1999, 620 p.

ROSSELL I PIEDRAFITA, Claudi. MERCADAL VIDAL, Francisco. «La caracterización jurídica de los derivados OTC: algunas reflexiones a propósito del voto particular a la Sentencia del Tribunal Supremo de 10 de julio de 2014». En *LA LEY mercantil*, Nº 7, Sección Mercado de valores y bancario, octubre 2014.

ROSSMAN, Vladimir R. MOSKIN, Morton. *Commercial Contracts: Strategies for Drafting and Negotiating*. Nueva York: Aspen Publishers, 2012, 2280 p.

SABATER BAYLE, Isabel. *Préstamo con interés, usura y cláusulas de estabilización*. Pamplona: Aranzadi, 1986, 355 p.

SÁEZ LACAVE, María Isabel. «Los derivados en el concurso. La racionalidad del régimen especial y las peculiaridades españolas». En *InDret: Revista para el Análisis del Derecho*, n.º 4, octubre 2013, 49 p.

SAIZ CEBRECOS, Eugenio. *Los mercados de divisas. Productos financieros derivados*. Madrid: EDERSA, 1992, 515 p.

SANJUÁN Y MUÑOZ, Enrique. «Sinalagma y concurso de acreedores: a propósito de las sentencias del Tribunal Supremo, de 8 y 9 de enero de 2013, sobre el swap y el

Real Decreto-ley 5/2005». En *Diario La Ley*, núm. 8057, Sección Doctrina, de 8 de abril de 2013.

SANZ CABALLERO, Juan Ignacio. *Derivados financieros*. Madrid: Marcial Pons, 2000, 646 p.

SÁNCHEZ CALERO GUILARTE, Fernando; SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. *Instituciones de Derecho Mercantil*. Vol. I. Navarra: Thompson-Aranzadi, 2010, 35.^a ed., 896 p.

SÁNCHEZ GALÁN, José Ramón. «Alternativas de inversiones en Bolsa: los swaps sobre índices bursátiles». En *Revista Estrategia Financiera*, nº 247, febrero de 2008, págs. 48-53.

SÁNCHEZ MARTÍN, Carlos. «La cláusula rebus sic stantibus en el ámbito de la contratación inmobiliaria. Aplicación a los supuestos de imposibilidad de financiación en la compraventa de viviendas. Comentario a la Sentencia dictada por el pleno de la Sala Primera el 17 de enero de 2013». En *Diario La Ley*, n.º 8077, 7 de mayo de 2013 (Sección Tribuna), p. 4.

SÁNCHEZ LINDE, Mario. «Breve análisis sobre los requisitos de compensabilidad de las obligaciones, ex artículo 1196 del Código Civil». En *Diario La Ley*, n.º 7690, 2011.

SASTRE CORCHADO, Galo Juan. «La regulación de los conflictos de intereses en la MIFID». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 3, 2008, págs. 227-247.

SATYAJIT, Das. *Derivative Products and Pricing: The Das Swaps and Financial Derivatives Library*. Singapur: John Wiley & Sons (Asia), 2006, 852 p.

SCALCIONE, Raffaele. *The Derivatives Revolution: A Trapped Innovation and a Blueprint for Regulatory Reform*. Nueva York: Kluwer Law International, 2011, 422 p.

SCOGNAMIGLIO, Renato. *Teoría General del Contrato*. Bogotá: Universidad Externado de Colombia, 1996, 317 p.

SCOUT, Lynn A. «Why the Law Hates Speculators: Regulation and Private Ordering in the Market for OTC derivatives». En *Duke Law Journal*, Vol: 48:701, 1999, págs. 701-786.

SCHWARCZ, Steven L. SHARON, Ori. «The Bankruptcy-Law Safe Harbor for Derivatives: A Path-Dependence Analysis». En *Washington and Lee Law Review*, vol. 71, No. 3, 2014, 27 p. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2351025>

SCHWARTZ, Robert J; SMITH, Clifford W. *Derivatives Handbook: Risk Management and Control*. New York: John Wiley & Sons, 1997, 664 p.

SKINNER, Chris. *The future of Investing in Europe's Markets after MiFID*. Chichester: John Wiley & Sons, 2009, 292 p.

SOLANA ÁLVAREZ, Javier. «El tratamiento de los contratos swap de tipos de interés en el concurso: ¿un problema de incentivos?» En *Derecho de los negocios*, Nº 255, Sección Temas de hoy, 2011, págs. 23-31.

SORO RUSSELL, Olivier. *Los contratos como fuente de normas: Contratos marco, contratos normativos y contratos de colaboración*. Madrid: Reus, 2014, 464 p.

SOUSA VIEIRA, André de; SANTOS MACHADO, Sofía. «La contratación de Instrumentos Financieros Derivados en Portugal: el “Contrato-Quadro de Instrumentos Financieros Derivados (CQIFD-OTC)”». En *Revista de Derecho Bancario y Bursátil*, julio-septiembre 2010, págs.193-209.

SÚAREZ RAMÍREZ, Patricia; GABEIRAS VÁZQUEZ, Patricia; GÁMEZ MEJÍAS, Manuel. «La comercialización de SWAPS a clientes minoristas en España». ABOGACÍA GENERAL DEL ESTADO. XXXI *Jornadas de Estudio de la Abogacía. La regulación de los mercados II: Ordenación bancaria*. Madrid: Ministerio de Justicia, 2010, págs. 179-193.

SYLVIE DURHAM, *Derivatives Deskbook. Close-Netting. Risk Mitigation. Litigation*, vol. 1. Nueva York: Practising Law Institute, 2014

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «El concepto y la clasificación de los contratos bancarios». GADEA SOLER, Enrique; SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo (coord.). *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 131-144.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «La nueva arquitectura del Derecho Comunitario del Mercado de Valores. Comentario urgente a los Reglamentos y Directivas sobre el mercado de instrumentos financieros y el abuso de mercado». En *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 14, sección Estudios, primer semestre de 2014, Editorial LA LEY.

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. «La nueva Ley Bancaria: la LOSSEC de 2014». En *La Ley Mercantil*, Nº 4-5 (julio-agosto), 2014, págs. 112-119.

TARRERO MARTOS, Jaime. «La reforma de la Ley del Mercado de Valores. Modificación sustancial del sistema de compensación, liquidación y registro de valores representados mediante anotaciones en cuenta». En *Actualidad Jurídica (Uría & Menéndez)*, Núm. 31, Enero 2012.

TÁSIES BELETA, Ricard. «Nuevas consideraciones sobre el swap de intereses en sede concursal». En *Revista Aranzadi Doctrinal*, n.º 5, 2011, págs. 131-145.

TORBADELL CARRIÓ, Robert. «Innovaciones financieras: “SWAPS” y “CAPS”». En *ICE: Revista de economía*, nº 629, 1986, p. 99-110.

TORRE GALLEGOS, Antonio de la. *Operaciones de permuta financiera (swaps)*. Barcelona: Ariel, 1996, 251 p.

TUCH, Andrew F., «Conflicted Gatekeepers: The Volcker Rule and Goldman Sachs». En *Virginia Law & Business Review*, Vol. 7, No. 2, págs. 365-420, 2012. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1809271>.

URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. *Derecho Mercantil*. Madrid: Marcial Pons, 2001, 28ª ed., 1265 p.

URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo. MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio, et al. «El contrato mercantil». URÍA GONZÁLEZ, Rodrigo (dir.); MENÉNDEZ MENÉNDEZ, Aurelio (dir.); APARICIO GONZÁLEZ, María Luisa (coord.). *Curso de Derecho Mercantil I*. Madrid: Civitas, 2000, págs. 30-54.

URÍA FERNÁNDEZ, Francisco (coord.). *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*. Madrid: La ley, 1ª ed., 2007, 1358 p.

VALÉS DUQUE, Pablo. *La responsabilidad precontractual*. Madrid: Reus, 2012, 336 págs.

VALPUESTA FERNÁNDEZ, Rosario. «Vicios en los elementos del contrato». En AAVV. *Derecho de obligaciones y contratos*. Valencia: Tirant lo Blanch, 1994, págs. 351-368.

VALPUESTA GASTAMINZA, Eduardo María. «Contratos de Financiación». CALVO CARAVACA, Alfonso Luis; FERNÁNDEZ DE LA GÁNDIA, Luis; BLANCO-MORALES, Pilar (coord.) *Contratos internacionales*. Madrid: Tecnos, 1997, págs. 1029 y ss.

VARGAS VASSEROT, Carlos. «El contrato de seguro en el marco de la actividad bancaria». GADEA SOLER, Enrique (coord.); SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo Javier (coord.). *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 1323-1396.

VÁZQUEZ GARCÍA, David. «Contratación de productos bancarios complejos: examen de la reciente jurisprudencia de la Sala Primera del Tribunal Supremo». En *Diario La Ley*, Nº 8536, 2015.

VÁZQUEZ-PASTOR JIMÉNEZ, Lucía. «La administración del patrimonio de los hijos y actos de disposición». En *Estudios y Comentarios Legislativos*, Cívitas, 2012, BIB 2012\1004.

VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta financiera (SWAP)*. Navarra: Aranzadi, 2002, 297 p.

VEGA VEGA, José Antonio. *El contrato de permuta comercial (BARTER)*. Madrid: Reus, 2011, 464 p.

VEGA VEGA, José Antonio. *Contratos electrónicos y protección de los consumidores*. Madrid: Reus, 2005, 495 p.

VEIGA COPO, Abel B. *Tratado del contrato de seguro (2 volúmenes)*. Navarra: Civitas, 3ª ed., 2014, 2642 p.

VERA SANTANA, Francisco Luis de. *Mercados, Valores y Regulación: Guía para el Mercado de Valores en España*. Madrid: Civitas, 2000, 420 p.

VERDA Y BEAMONTE, José Ramón de. «El dolo in contrahendo». En *Revista Aranzadi de Derecho patrimonial*, núm. 16, 2006, págs. 25-69.

VICENTE-ALMAZÁN PÉREZ DE PETINTO, Miguel. «Normas de transparencia en la contratación bancaria de préstamos y créditos». En *Cuadernos de derecho y comercio*, n.º extra, 1, 2014, págs. 17-64.

VIERA GONZÁLEZ, Arístides Jorge, «La tipificación de los ilícitos concurrenciales en la reforma del Derecho español de Competencia Desleal». En *Revista de Derecho de la Competencia y la Distribución*, núm. 7, 2010, págs. 45-70.

VIERA GONZÁLEZ, Jorge A. «Comercialización a distancia de servicios financieros destinados a los consumidores». SEQUEIRA MARTÍN, Adolfo et al. *La contratación bancaria*. Madrid: Dykinson, 2007, págs. 146-194.

VIGIL IDUARTE, Alejandro. «El alea en el contrato de seguro». PÉREZ GALLARDO, Leonardo B (coord.). *Contratos aleatorios*. Madrid: Reus, 2012, 302 p.

VILARIÑO, Ángel. Formación de burbujas financieras y crisis: de la crisis del Nasdaq a la crisis de la hipotecas subprime. En *Papeles de Europa*, núm. 19, 2009.

VILLAGÓMEZ RODIL, Alfonso. *Competencia desleal*. Madrid: Comares, 2000, 216 p.

VILLORIA RIVERA, Íñigo. «Swaps y Ley Concursal». En *Revista de Derecho Concursal y Paraconcursal*, Nº 23, Sección Cuestiones prácticas, Segundo semestre de 2015, Editorial LA LEY.

VINCENT CHULIÁ. *Introducción al Derecho Mercantil*. Valencia: Tirant Lo Blanch, 14^a ed., 2001, 1015 p.

VIVAS TESÓN, Inmaculada. «Crisis económica y alteración extraordinaria de las circunstancias del contrato: ¿pacta sunt servanda?» En *Revista de Derecho, Empresa y Sociedad (REDS)*, n.º 1, enero 2013, págs 113-131.

WOOD, Philip R. *Set-off and Netting, Derivatives, Clearing Systems, volume 4*. Londres: Sweet & Maxwell, 2007, 376, p.

WYMEERSCH, Eddy. «Regulation and Case Law Relating to Financial Derivatives». En *University of Ghent Financial Law Institute, Working Paper No. 2012-03*. Disponible en: <http://ssrn.com/abstract=1988925>

ZAMORANO ROLDÁN, Sergio. *El contrato de SWAP como instrumento financiero derivado*. Bolonia: Servicio de Publicaciones del Real Colegio de España, Madrid, 2003, 314 p.

ZEPEDA, Rodrigo. «The ISDA Master Agreement 2012: A Missed Opportunity?» En 28(8) *Journal of International Banking Law and Regulation*, 2013, pp.12-28. Disponible en <http://ssrn.com/abstract=2285096>

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Derecho del consumidor de servicios y productos financieros como derechos básicos». En *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, noviembre de 2013, págs. 3 y ss.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. *La prestación bancaria de servicios de inversión. Responsabilidad bancaria en la prestación de servicios de inversión y productos de riesgo*. Barcelona: Bosh, 2015, 303 p.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Negociación de Swaps por cuenta propia».
ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando (coord.). *Derecho bancario y bursátil*. Madrid: Colex, 2012, págs. 653-684.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Sobreendeudamiento y prácticas hipotecarias de las entidades bancarias». En *Revista de derecho bancario y bursátil*, n.º 129, 2013, págs. 35-76.

ZUNZUNEGUI PASTOR, Fernando. «Sobre la regulación internacional del mercado financiero tras la crisis subprime». En *Revista de Contratación Electrónica*, núm. 93, 2008, págs. 83-105.

ZURILLA CARIÑANA, María Ángeles. «Resolución de contratos por imposibilidad de obtener crédito. Paro, caída de precios, recortes presupuestarios y ejecución del contrato, ¿eficacia de la cláusula rebus sic stantibus?». En *Revista CESCO de Derecho de Consumo*, n.º 7, 2013, págs. 218-227.